

Digitized by the Internet Archive  
in 2022 with funding from  
University of Toronto

<https://archive.org/details/31761115544264>









BANK OF CANADA  
BANQUE DU CANADA

Government  
Publications

CA1  
FN73  
~M56

26

# Monetary Policy Report

January 2013



# Canada's Inflation-Control Strategy<sup>1</sup>

## Inflation targeting and the economy

- The Bank's mandate is to conduct monetary policy to promote the economic and financial well-being of Canadians.
- Canada's experience with inflation targeting since 1991 has shown that the best way to foster confidence in the value of money and to contribute to sustained economic growth, employment gains and improved living standards is by keeping inflation low, stable and predictable.
- In 2011, the Government and the Bank of Canada renewed Canada's inflation-control target for a further five-year period, ending 31 December 2016. The target, as measured by the total consumer price index (CPI), remains at the 2 per cent midpoint of the control range of 1 to 3 per cent.

## The monetary policy instrument

- The Bank carries out monetary policy through changes in the target overnight rate of interest.<sup>2</sup> These changes are transmitted to the economy through their influence on market interest rates, domestic asset prices and the exchange rate, which affect total demand for Canadian goods and services. The balance between this demand and the economy's production capacity is, over time, the primary determinant of inflation pressures in the economy.
- Monetary policy actions take time—usually from six to eight quarters—to work their way through the economy and have their full effect on inflation. For this reason, monetary policy must be forward looking.
- Consistent with its commitment to clear, transparent communications, the Bank regularly reports its perspective on the forces at work on the economy and their

implications for inflation. The *Monetary Policy Report* is a key element of this approach. Policy decisions are typically announced on eight pre-set days during the year, and full updates of the Bank's outlook, including risks to the projection, are published four times per year in the *Monetary Policy Report*.

## Inflation targeting is *symmetric* and *flexible*

- Canada's inflation-targeting approach is *symmetric*, which means that the Bank is equally concerned about inflation rising above or falling below the 2 per cent target.
- Canada's inflation-targeting framework is *flexible*. Typically, the Bank seeks to return inflation to target over a horizon of six to eight quarters. However, the most appropriate horizon for returning inflation to target will vary depending on the nature and persistence of the shocks buffeting the economy.

## Monitoring inflation

- In the short run, a good deal of movement in the CPI is caused by fluctuations in the prices of certain volatile components (e.g., fruit and gasoline) and by changes in indirect taxes. For this reason, the Bank also monitors a set of "core" inflation measures, most importantly the CPI-X, which strips out eight of the most volatile CPI components and the effect of indirect taxes on the remaining components. These "core" measures allow the Bank to "look through" temporary price movements and focus on the underlying trend of inflation. In this sense, core inflation is monitored as an *operational guide* to help the Bank achieve the total CPI inflation target. It is not a replacement for it.

1 See *Joint Statement of the Government of Canada and the Bank of Canada on the Renewal of the Inflation-Control Target* (8 November 2011) and *Renewal of the Inflation-Control Target: Background Information—November 2011*, which are both available on the Bank's website.

2 When interest rates are at the zero lower bound, additional monetary easing to achieve the inflation target can be provided through three unconventional instruments: (i) a *conditional* statement on the future path of the policy rate; (ii) quantitative easing; and (iii) credit easing. These instruments and the principles guiding their use are described in the Annex to the April 2009 *Monetary Policy Report*.

The *Monetary Policy Report* is available on the Bank of Canada's website at [bankofcanada.ca](http://bankofcanada.ca).

### For further information, contact:

Publication Information  
Communications Department  
Bank of Canada  
234 Wellington Street  
Ottawa, Ontario K1A 0G9

Telephone: 613 782-8111;  
1 800 303-1282 (toll free in North America)  
Email: [info@bankofcanada.ca](mailto:info@bankofcanada.ca) Website: [bankofcanada.ca](http://bankofcanada.ca)  
ISSN 1201-8783 (Print)  
ISSN 1490-1234 (Online)  
©2013 Bank of Canada





BANK OF CANADA  
BANQUE DU CANADA

# Monetary Policy Report

---

January 2013



This is a report of the Governing Council of the Bank of Canada:  
Mark Carney, Tiff Macklem, John Murray, Timothy Lane and Agathe Côté.

---

"Achieving our objective will mean delivering a path of policy that adjusts as economic circumstances evolve.... Our goal, as always, is to ensure that households, firms and investors can make their decisions in a stable macro environment."

—Mark Carney

*Governor, Bank of Canada  
11 December 2012  
Toronto, Ontario*



# Contents

---

Global Economy .....	1
Global Financial Conditions .....	2
United States .....	5
Box 1: The Impact of the American Taxpayer Relief Act of 2012 .....	7
Euro Area .....	8
Japan .....	10
Emerging-Market Economies .....	10
Commodity Prices .....	11
Implications for the Canadian Economy .....	13
Canadian Dollar .....	14
Canadian Economy .....	17
Financial Conditions .....	18
Estimated Pressures on Capacity .....	21
The Real Economy .....	23
Box 2: Developments in the Canadian Energy Sector and Their Impact on the Economy .....	26
Inflation .....	31
Risks to the Outlook .....	35

---





# Global Economy

The global economic outlook is slightly weaker than the Bank projected in its October *Monetary Policy Report*. At the same time, global tail risks have diminished. The economic expansion in the United States is continuing at a gradual pace, restrained by ongoing public and private deleveraging, global weakness and, more recently, by the uncertainty related to fiscal negotiations. Despite a marked improvement in peripheral sovereign debt markets, Europe remains in recession, and recent indicators point to a somewhat more protracted downturn than expected in October. While growth in China is improving, economic activity has been slowing further in some other major emerging economies.

Global economic growth is estimated to have slowed markedly in 2012, falling to 3.0 per cent, from 3.9 per cent in 2011. In 2013, the global economy is projected to continue to grow modestly, at a rate of 2.9 per cent, before picking up to 3.5 per cent in 2014 (Table 1). The Bank's base-case scenario is predicated on the assumptions that the crisis in the euro area will remain contained and that a severe tightening of U.S. fiscal policy will be avoided. Overall, recent developments support these assumptions.

♦ *The global economic outlook is slightly weaker...*

♦ *...at the same time, global tail risks have diminished*

**Table 1: Projection for global economic growth**

	Share of real global GDP <sup>a</sup> (per cent)	Projected growth <sup>b</sup> (per cent)			
		2011	2012	2013	2014
United States	19	1.8 (1.8)	2.3 (2.1)	2.1 (2.3)	3.1 (3.2)
Euro area	14	1.5 (1.5)	-0.4 (-0.5)	-0.3 (0.4)	0.8 (1.0)
Japan	6	-0.5 (-0.7)	2.0 (2.2)	1.0 (1.0)	1.2 (1.1)
China	14	9.3 (9.3)	7.8 (7.6)	7.8 (7.7)	7.7 (7.7)
Rest of the world	47	4.3 (4.3)	3.1 (3.2)	3.0 (3.1)	3.5 (3.3)
World	100	3.9 (3.8)	3.0 (3.0)	2.9 (3.1)	3.5 (3.5)

a. GDP shares are based on International Monetary Fund (IMF) estimates of the purchasing-power-parity (PPP) valuation of country GDPs for 2011.

Source: IMF, *World Economic Outlook*, October 2012

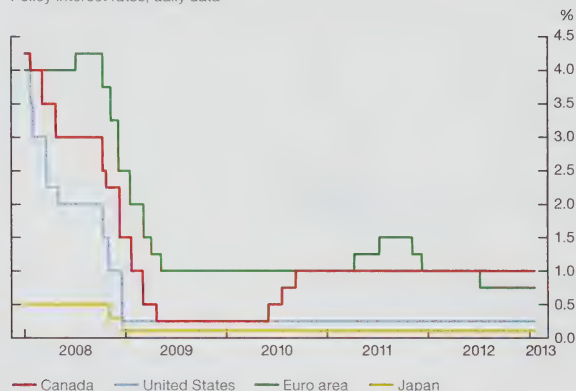
b. Numbers in parentheses are projections used for the October 2012 *Monetary Policy Report*.

Source: Bank of Canada

Considerable excess capacity in some advanced economies and the absence of underlying inflationary pressures have led central banks in these countries to undertake additional unconventional measures while maintaining historically low policy interest rates (Chart 1 and Chart 2). Supported by these actions and by positive policy developments in Europe, global financial conditions have improved, and commodity prices have stayed at historically elevated levels.

**Chart 1: Policy interest rates are at historically low levels in advanced economies...**

Policy interest rates, daily data



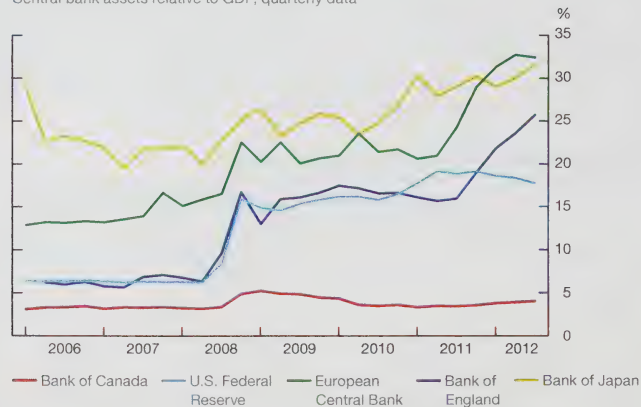
Note: On 5 October 2010, the Bank of Japan changed the target for its policy rate from 0.1 per cent to a range of 0.0 to 0.1 per cent. The U.S. Federal Reserve has been maintaining a target range for its policy rate of 0.0 to 0.25 per cent since 16 December 2008.

Sources: Bank of Canada, U.S. Federal Reserve, European Central Bank and Bank of Japan

Last observation: 18 January 2013

**Chart 2: ...and some central banks have undertaken additional unconventional measures**

Central bank assets relative to GDP, quarterly data



Sources: Bank of Canada, Statistics Canada; U.S. Federal Reserve, U.S. Bureau of Economic Analysis; European Central Bank, Eurostat; Bank of England, U.K. Office for National Statistics; Bank of Japan, Cabinet Office of Japan

Last observation: 2012Q3

## Global Financial Conditions

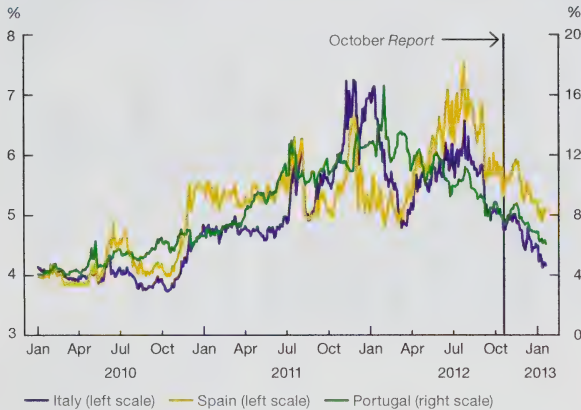
*Global financial conditions have improved*

Global financial conditions have improved since the last *Report* and are increasingly supportive of growth. Investors continue to be cautious, however, reflecting ongoing concerns about the prospects for global economic growth, policy implementation in the euro area, and uncertainty surrounding the U.S. fiscal outlook and debt-ceiling negotiations. Trading volumes across asset classes have generally been low in recent months, with many market participants preferring to sit on the sidelines.



### Chart 3: Yields in peripheral euro-area economies have declined sharply...

Yields on 10-year sovereign bonds, daily data



Source: Bloomberg

Last observation: 18 January 2013

In the euro area, positive developments have led to a significant easing in financial conditions since the *October Report*. Euro-area finance ministers (the Eurogroup) have agreed to disburse the next loan tranche to Greece from the European Financial Stability Facility (EFSF) and to further support Greece's debt sustainability by lengthening the term of the loans and lowering the interest rate.<sup>1</sup> European Union finance ministers also reached an agreement on a common bank supervisory framework for the euro area. In light of these and other developments, funding conditions have improved for European banks. Moreover, peripheral euro-area sovereign bonds and European equity markets have performed well since the *October Report*. Yields on 10-year bonds for most peripheral euro-area countries have declined sharply, returning to levels recorded in late 2010 (Chart 3), and euro-area stock market indexes have outperformed those of most other major economies (Chart 4). Significant risks nevertheless remain. There are signs of continuing fragmentation in the European financial system, which is contributing to a divergence in borrowing rates across countries, and the most recent bank lending survey in the euro area suggests that banks continue to tighten credit standards on loans to businesses.

◀ *Significant risks nevertheless remain*

In the United States, the Federal Reserve announced its intention to provide further policy accommodation through purchases of longer-term Treasury securities at a pace of US\$45 billion per month.<sup>2</sup> This new initiative, which replaces the recently expired Maturity Extension Program, was in line with market expectations. The Federal Reserve also modified its forward guidance by linking future rate increases to specific thresholds for economic indicators (instead of providing a conditional time horizon). The federal funds rate is thus expected to stay at exceptionally low levels at least as long as the unemployment rate remains above 6.5 per cent, subject to projected inflation one and two years ahead remaining below 2.5 per cent and longer-term inflation expectations continuing to be well anchored.

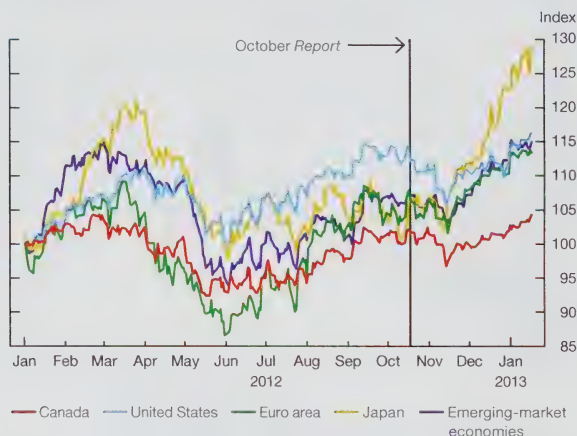
◀ *The Federal Reserve announced its intention to provide further policy accommodation*

<sup>1</sup> Member states authorized the release of the instalment, and it was formally approved by the Eurogroup on 13 December 2012. The IMF Executive Board also completed its reviews of Greece's economic performance under an Extended Fund Facility program, and approved the disbursement of the loan payment on 16 January 2013.

<sup>2</sup> This is in addition to the previously announced purchase of agency mortgage-backed securities at a pace of US\$40 billion per month.

**Chart 4: ...while global equity prices have risen**

Index: 3 January 2012 = 100, daily data



Source: Bloomberg

Last observation: 18 January 2013

**Chart 5: Yields on U.S. corporate debt are near record lows...**

Yields to maturity on U.S. corporate bonds, daily data



Source: Merrill Lynch

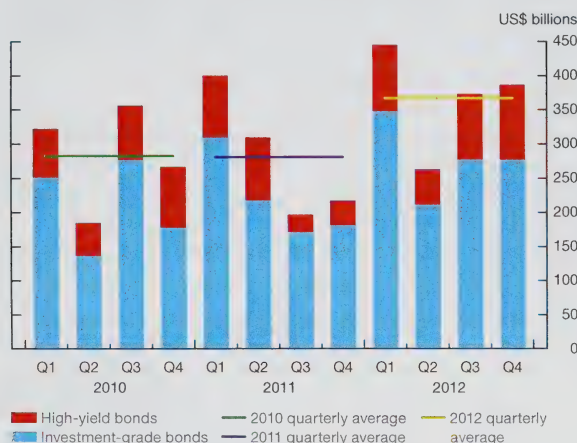
Last observation: 18 January 2013

Sentiment has improved in U.S. financial markets \*

Sentiment improved in U.S. financial markets following the partial resolution of the fiscal cliff, with yields on Treasuries and other major government bonds increasing markedly, especially at the long end of the yield curve. U.S. financial conditions nevertheless remain supportive of growth, with corporate credit yields near record-low levels despite the rise in Treasuries (Chart 5). U.S. high-yield spreads have narrowed further, and issuance has remained exceptionally robust, underpinned by strong investor demand for corporate bonds (Chart 6). While the debate over the fiscal cliff put downward pressure on U.S. equity prices toward the end of 2012, they have since rebounded, reflecting the recent improvement in market sentiment.

**Chart 6: ...and U.S. corporate bond issuance has been robust**

Global corporate issuance placed in U.S. dollars, quarterly data



Note: Quarterly averages include both high-yield and investment-grade bonds.

Source: Bloomberg

Last observation: 2012Q4

## United States

U.S. GDP growth accelerated to 3.1 per cent in the third quarter of 2012. Temporary increases in defence spending and a strong contribution from inventory investment more than offset a decline in business fixed investment, which partly reflected ongoing uncertainty surrounding the future course of fiscal policy. However, the Bank estimates that U.S. GDP growth slowed sharply in the fourth quarter of 2012, dampened by weak external demand, the persistent drag from elevated uncertainty and the effects of Hurricane Sandy.

The pace of U.S. economic activity is expected to improve gradually through 2013 and 2014. On an average annual basis, GDP growth is projected to reach 2.1 per cent in 2013 and 3.1 per cent in 2014, revised down slightly from the *October Report*. Growth is supported by highly accommodative monetary policy, a reduction in uncertainty associated with fiscal policy, continuing improvement in the housing market and a gradual pickup in external demand. Nevertheless, fiscal consolidation and, to a lesser degree, household deleveraging will continue to restrain activity. Overall, the U.S. economy is projected to expand at a relatively modest pace, consistent with other economies that have experienced severe financial crises (Chart 7).

Fiscal consolidation will exert a significant drag on U.S. economic growth, as expected in the *October Report*. Although the adoption of the American Taxpayer Relief Act of 2012 means that the fiscal cliff has, to a large extent, been avoided, negotiations on other important issues are ongoing, and much uncertainty remains. The Bank continues to assume that U.S. fiscal policy will subtract roughly 1.5 percentage points from growth in both 2013 and 2014 (Box 1).

U.S. households have made considerable progress in repairing their balance sheets (Chart 8). However, while the drag from household deleveraging is expected to diminish over the projection horizon, tighter fiscal policy and a gradual improvement in employment suggest that consumer expenditures

\* The Bank estimates that U.S. GDP growth slowed sharply in the fourth quarter

\* The pace of U.S. economic activity is expected to improve gradually

\* Fiscal consolidation will exert a significant drag

\* U.S. households have made considerable progress in repairing their balance sheets



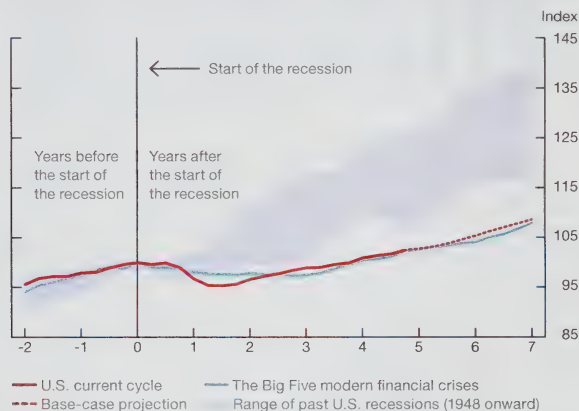
U.S. business fixed investment has slowed markedly as a result of heightened uncertainty

will grow only modestly. Residential investment, in contrast, has rebounded strongly in recent quarters, albeit from historically low levels. Home-builder sentiment has improved significantly, and the number of housing starts is well above the level recorded a year ago (Chart 9). Underlying demographic demand and significantly improved affordability are expected to boost residential construction over the projection horizon.

U.S. business fixed investment slowed markedly through the first three quarters of 2012 as a result of the heightened uncertainty associated with the fiscal outlook (Chart 10). A rapid increase in investment spending is

#### Chart 7: U.S. real GDP growth is projected to remain modest

U.S. real GDP across economic cycles; start of recession = 100, quarterly data

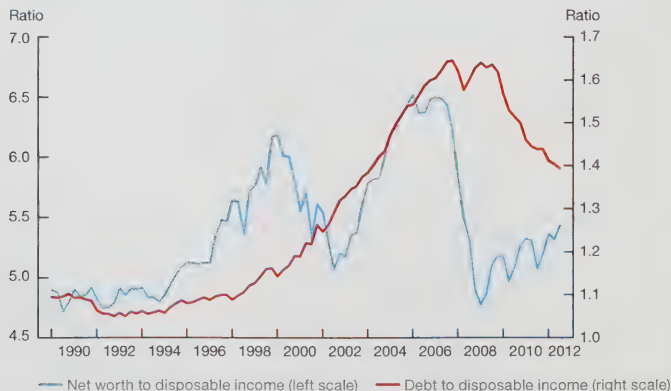


Note: The Big Five modern financial crises, as described in Reinhart and Rogoff (2008), are Spain (1977), Norway (1987), Finland (1991), Sweden (1991) and Japan (1992). See C.M. Reinhart and K.S. Rogoff, "Is the 2007 U.S. Sub-Prime Financial Crisis So Different? An International Historical Comparison," *American Economic Review: Papers and Proceedings* 98, no. 2 (2008): 339–44.

Sources: U.S. Bureau of Economic Analysis, Organisation for Economic Co-operation and Development, and Bank of Canada projections

#### Chart 8: U.S. households have made considerable progress deleveraging

Quarterly data



Note: U.S. debt calculations include the unincorporated business sector.

Sources: U.S. Federal Reserve and U.S. Bureau of Economic Analysis

Last observation: 2012Q3

expected in mid-2013, supported by healthy corporate balance sheets and record-low corporate yields. The level of investment is projected to be lower than was expected at the time of the *October Report*, however, reflecting a larger and more persistent impact from elevated excess capacity and tight borrowing conditions in the commercial real estate sector.

U.S. export growth is projected to remain weak in early 2013, constrained by sluggish demand from major trading partners, especially Europe. A gradual rebound is expected beginning in the middle of the year as global demand

◀ U.S. exports are somewhat lower than previously anticipated

## Box 1

### The Impact of the American Taxpayer Relief Act of 2012

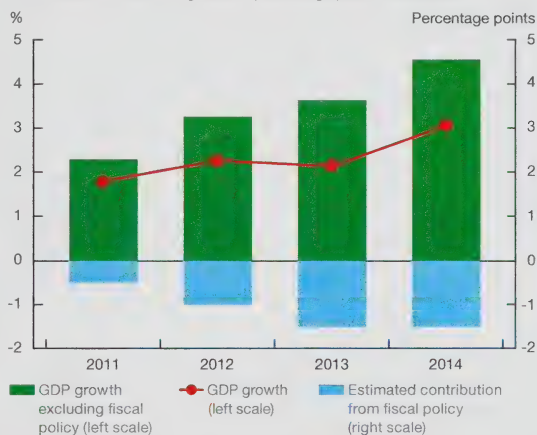
As expected at the time of the *October Report*, the so-called “fiscal cliff” was avoided by the recently enacted American Taxpayer Relief Act of 2012. The “fiscal cliff” refers to a number of expiring tax provisions and automatic spending cuts (also known as sequestration) that were to come into effect in January 2013. According to Bank estimates, these measures represented close to US\$600 billion (4.1 per cent of U.S. GDP) in additional fiscal tightening in 2013.

While the American Taxpayer Relief Act eliminated most of the scheduled tax increases, there were two notable exceptions: (i) upper-income households now face higher tax rates on marginal income, capital gains and dividends, starting at a threshold of \$400,000 for individuals and \$450,000 for households; and (ii) the 2 per cent payroll tax holiday for all individuals was allowed to expire on 1 January. The other tax holidays that were set to expire were either made permanent, such as the Bush-era income tax cuts for lower- and middle-income households, or were temporarily extended, as in the case of the tax treatment of capital depreciation for businesses. In addition, the Alternative Minimum Tax has now been permanently indexed to inflation. The agreement also prolonged the extended unemployment insurance benefits to the end of 2013. In total, this agreement by itself represents an estimated fiscal tightening of around US\$150 billion in 2013, which is in addition to some previously agreed-upon consolidation.

A number of fiscal issues remain unresolved, however. First, legislators will have to address the issue of the government's debt ceiling by late February. Second, the implementation of sequestration (totalling roughly US\$80 billion in 2013) has been delayed for two months and is expected to be renegotiated, with most of the impact to be felt after 2013. Finally, the U.S. government's current agreement with Congress for funding (the “continuing resolution”) expires at the end of March; if this issue is left unresolved, it will lead to a government shutdown of non-essential functions. Some form of agreement on these issues is needed before the end of February, setting the stage for another round of contentious fiscal negotiations. Notwithstanding the elevated uncertainty about the result of future negotiations, the Bank judges that the 1.5 percentage points of fiscal drag built into its forecast for 2013 and 2014, as presented in the *October Report*,

**Chart 1-A: Fiscal consolidation is projected to have a significant dampening effect on U.S. economic growth through 2014**

Contributions to real GDP growth in percentage points, annual data



Note: The contribution of fiscal policy to growth includes both direct government expenditures and the indirect effects on other components of aggregate demand.

Sources: U.S. Bureau of Economic Analysis and Bank of Canada calculations and projections

remains a reasonable assumption (**Chart 1-A**). However, the timing of the drag between the two years may be slightly different.

The process of addressing these fiscal issues has resulted in a heightened level of uncertainty for U.S. businesses and households. While it is difficult to estimate the exact negative impact of uncertainty, it appears to be largely responsible for the sudden slowdown in the past year in U.S. non-residential fixed investment<sup>1</sup>—a particularly important component of U.S. demand for Canadian exporters. Growth in U.S. investment spending is expected to accelerate over time as the uncertainty related to fiscal policy gradually dissipates.

<sup>1</sup> Investment fell from an average annualized quarterly growth rate of 10 per cent in 2011 to around 3 per cent in the first three quarters of 2012

**Chart 9: The U.S. housing market is improving**

Monthly data



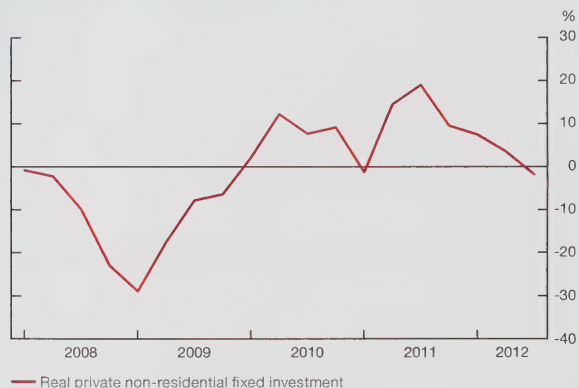
Note: The Housing Market Index (HMI) is based on a monthly survey of members of the National Association of Home Builders and is designed to take the pulse of the single-family housing market.

Sources: U.S. Census Bureau and National Association of Home Builders

Last observations: December 2012 and January 2013

**Chart 10: Uncertainty has weighed on U.S. business fixed investment**

Annualized growth rates, quarterly data



Source: U.S. Bureau of Economic Analysis

Last observation: 2012Q3

starts to recover. Exports are nevertheless somewhat lower than previously anticipated, consistent with downward revisions to the outlooks for both Canada and the euro area. Although U.S. imports are expected to pick up with the improvement in domestic demand, overseas energy imports will be dampened by increased production from domestic sources.<sup>3</sup>

## Euro Area

Euro-area GDP contracted by 0.3 per cent in the third quarter of 2012, its fourth consecutive decline, and recent indicators point to a deepening recession in the fourth quarter. The deterioration in industrial production in

<sup>3</sup> According to the U.S. Energy Information Administration, U.S. oil production is expected to increase from 5.65 million barrels per day in 2011 to almost 8 million barrels per day in 2014.

**Chart 11: Industrial production is declining in core European economies**

Year-over-year growth rates, monthly data

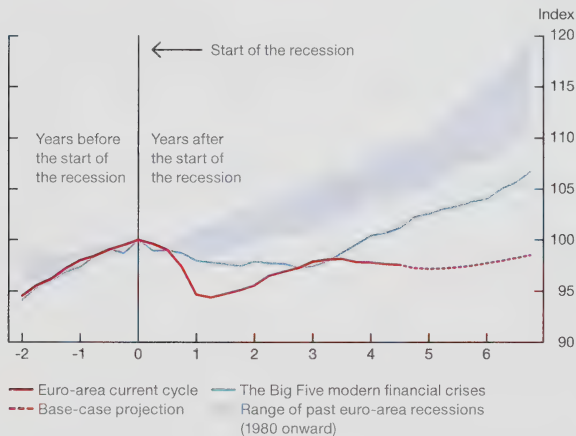


Source: Eurostat

Last observation: November 2012

**Chart 12: Europe is stagnating**

Euro-area real GDP across economic cycles; start of recession = 100, quarterly data



Note: The Big Five modern financial crises, as described in Reinhart and Rogoff (2008), are Spain (1977), Norway (1987), Finland (1991), Sweden (1991) and Japan (1992). See C.M. Reinhart and K.S. Rogoff, "Is the 2007 U.S. Sub-Prime Financial Crisis So Different? An International Historical Comparison," *American Economic Review: Papers and Proceedings* 98, no. 2 (2008): 339–44.

Sources: Eurostat, Organisation for Economic Co-operation and Development, and Bank of Canada projections

Germany and France suggests that depressed demand from the peripheral countries is increasingly affecting activity in the core countries, especially business investment (Chart 11).

Despite improving market sentiment, the euro-area economy is expected to remain very weak, with bank deleveraging, fiscal austerity, financial market tensions and heightened uncertainty weighing on the growth of domestic demand (Chart 12). Recent data on real activity, as well as the latest bank credit data, suggest that the economic recovery will be slower than

Despite improving market sentiment, the euro-area economy is expected to remain very weak



*Inflation is expected to fall below 2 per cent in 2013* \*

*Substantial fiscal and structural adjustments will be needed over an extended period* \*

*Real GDP in Japan is expected to grow at a modest pace through 2013 and 2014* \*

*Real GDP growth in China picked up in the fourth quarter* \*

*Economic growth is expected to stabilize in a range of 7.5 per cent to 8 per cent* \*

originally thought, in part because fiscal austerity measures and tight credit conditions are taking a greater-than-expected toll on economic activity. Euro-area GDP growth in 2013 and 2014 has therefore been revised down to -0.3 per cent and 0.8 per cent, respectively.

Even with some recent moderation, headline inflation remains slightly above the European Central Bank's target of "below, but close to, 2 per cent," boosted by high energy prices and increases in indirect taxes and administered prices in some euro-area countries. However, inflation is expected to fall below 2 per cent in 2013 following the runoff of these temporary factors, as significant excess capacity continues to dampen price pressures.

Although the tail risks associated with Europe have diminished, substantial fiscal and structural adjustments will be needed over an extended period to contain the crisis and put the euro area onto a sustainable path. As a result, market and business confidence will likely be restored only gradually.

## Japan

Real GDP in Japan fell by 3.5 per cent in the third quarter of 2012, owing to a sharp decline in both exports and private domestic demand. While some of the recent weakness can be attributed to geopolitical tensions with China, the contraction was more pronounced and more broadly based than anticipated in October.

Real GDP is expected to grow at a modest pace through 2013 and 2014. A gradual pickup in foreign demand, aided by a return to more normal relations with China and the lagged effects of the recent depreciation of the yen, is expected to boost economic activity. Domestic demand continues to rely on macro policies for growth, with new monetary and fiscal measures more than offsetting the waning support from post-earthquake spending on reconstruction.<sup>4</sup> However, the planned increase in the value-added tax on consumption is expected to dampen growth in 2014.<sup>5</sup>

## Emerging-Market Economies

Real GDP growth in China picked up in the fourth quarter, increasing to 7.9 per cent on a year-over-year basis, consistent with the recent improvement in industrial production (Chart 13). This rebound follows a gradual deceleration over the past three years, driven mainly by reduced growth in foreign demand and, more recently, efforts by Chinese authorities to rein in an overheated property market. As in the October *Report*, economic growth is expected to stabilize in a range of 7.5 per cent to 8 per cent through 2014, supported in the near term by announced fiscal policy measures and strong credit growth and, subsequently, by a pickup in global demand. In addition, healthy wage increases should help boost domestic consumption. Investment growth, on the other hand, is expected to slow gradually, owing in part to more modest spending on housing. Policy-makers will likely be cautious about providing additional stimulus in order to avoid exacerbating existing imbalances in the economy.

4 Additional fiscal stimulus, including an "emergency stimulus package" of over ¥13 trillion approved by the Cabinet on 15 January as part of a supplementary budget incorporating both government spending and tax relief measures, and new monetary stimulus announced on 20 December are expected to boost GDP growth over the projection period.

5 Japan's value-added tax on consumption is projected to increase from 5 per cent to 8 per cent in April 2014 and to 10 per cent in October 2015. The new government has indicated, however, that this increase will be conditional on the prevailing economic situation.

### Chart 13: Industrial production in China has picked up

Year-over-year growth rates, monthly data



Note: The growth rate for the steel and power subcomponents is measured from the 3-month moving average of the seasonally adjusted series for the production of steel products and power generation in China.

Sources: China National Bureau of Statistics  
and Bank of Canada calculations

Last observation: December 2012

With consumer price inflation at 2.5 per cent in December, inflationary pressures in China remain contained. In coming months, however, rising world food prices, caused by severe droughts in a number of major food-producing countries, are expected to exert upward pressure on China's rate of inflation.

In other emerging-market economies (EMEs), such as Brazil, India and Russia, the pace of economic activity has continued to slow or has stagnated. Weak external demand (particularly from the euro area) is dampening exports. Domestically, declining investment growth continues to weigh on activity, reflecting slow progress in implementing structural reforms, tight financing conditions and, in some cases, the lagged impact of past policy tightening.

Although some EMEs have entered 2013 with solid momentum, there is still significant regional differentiation. The slight improvement in growth prospects is mainly concentrated in emerging Asia and parts of Latin America, while activity in emerging Europe continues to slow, given its close links with the euro area. Economic growth in EMEs is thus expected to be relatively modest through the first half of 2013 before gradually picking up as export markets strengthen somewhat and monetary and fiscal policies provide support. New fiscal measures are being implemented in Korea and Brazil, and most EMEs have the fiscal capacity to provide additional stimulus if needed.

## Commodity Prices

Global commodity prices remain elevated. Global prices for crude oil, as measured by the Brent benchmark, have fluctuated within a relatively narrow range since the *October Report*, and continue to be boosted by tensions in the Middle East. Although still depressed by excess supply conditions in North America, the West Texas Intermediate (WTI) benchmark has increased steadily since mid-December, leading to a narrower discount relative to Brent. The latest futures curves suggest a modest decline in Brent crude oil

In other EMEs, the pace of economic activity has continued to slow or has stagnated

Global commodity prices remain elevated

WTI has increased steadily since mid-December

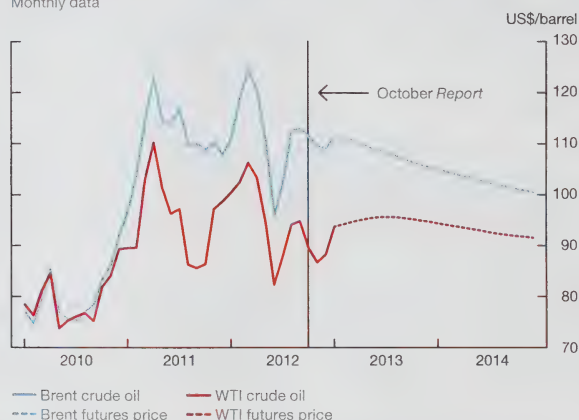
While natural gas prices are still very low, they are well above the decade low recorded in April 2012

prices over the projection horizon as geopolitical tensions abate, while WTI prices are expected to remain relatively flat. Progress toward alleviating the current supply glut should result in a further gradual narrowing of the spread between these two benchmarks (Chart 14).

While natural gas prices are still very low at US\$3.50 per million Btu, they are well above the decade low recorded in April 2012. This increase largely reflects significant progress on the switchover from coal to natural gas for electricity generation. Natural gas prices retreated somewhat in December,

**Chart 14: The spread between the Brent and WTI crude oil benchmarks is expected to narrow**

Monthly data

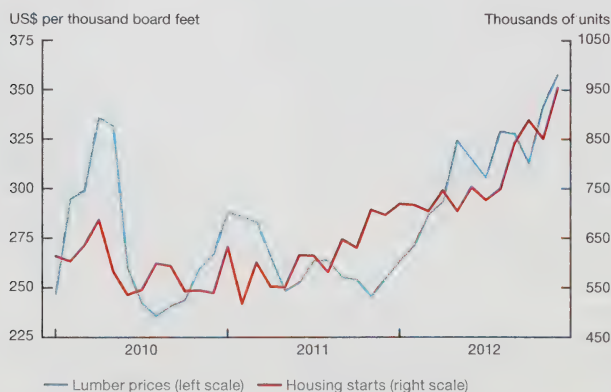


Note: Values for January 2013 are estimates based on the average daily spot prices up to 18 January 2013. Futures prices are estimates based on an average of futures contracts over the two weeks ending 18 January 2013.

Source: Bank of Canada

**Chart 15: The recovery of the U.S. housing market is driving lumber prices higher**

Monthly data



Note: Lumber prices refer to 2" x 4" spruce, pine and fir.

Sources: U.S. Census Bureau and Resource Information Systems Inc.

Last observation: December 2012



wing to warmer-than-expected weather conditions, but have rebounded recently and are now close to the levels observed at the time of the October Report. The futures curve indicates a steady rise in natural gas prices to slightly above US\$4 per million Btu by the end of 2014, similar to expectations in October.

Base metals prices are little changed since the last Report, but are expected to rise gradually in coming years, supported by continued steady growth in demand from EMEs. Prices for forestry products, in contrast, have surged by more than 10 per cent since mid-October and are projected to increase further in tandem with the recovery in the U.S. housing sector (Chart 15). Although prices for agricultural products are also projected to rise through mid-2013, reflecting a delayed increase in livestock prices following the drought in 2012, they should ease thereafter as the supply of grains begins to normalize. Prices for non-energy commodities have been revised up slightly over the projection horizon, relative to the October Report.

- Prices for non-energy commodities have been revised up slightly

## Implications for the Canadian Economy

External demand for Canada's manufacturing exports remains quite modest relative to its pre-recession level, largely because of the still-low level of activity in the U.S. housing sector.<sup>6</sup> As the U.S. housing market recovers and business investment activity strengthens, the foreign activity measure is expected to accelerate and grow at a faster pace than U.S. GDP (Chart 16). Owing to the downward revision to the projected profile for U.S. business fixed investment, the level of external demand for Canadian goods is anticipated to remain below expectations at the time of the October Report.

- External demand for Canada's manufacturing exports remains quite modest

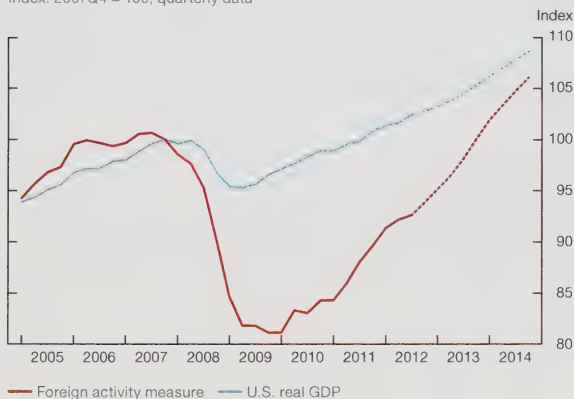
- The foreign activity measure is expected to accelerate

Despite rising WTI oil prices, the Bank of Canada's commodity price index (BCPI) is little changed since mid-October, with the marked decline in the prices received by Canadian producers of heavy crude oil offsetting the sharp increase in the prices of forestry products (Chart 17). Constraints on

- The Bank of Canada's commodity price index is little changed since mid-October

**Chart 16: The foreign activity measure is expected to grow at a faster pace than U.S. real GDP**

Index: 2007Q4 = 100, quarterly data

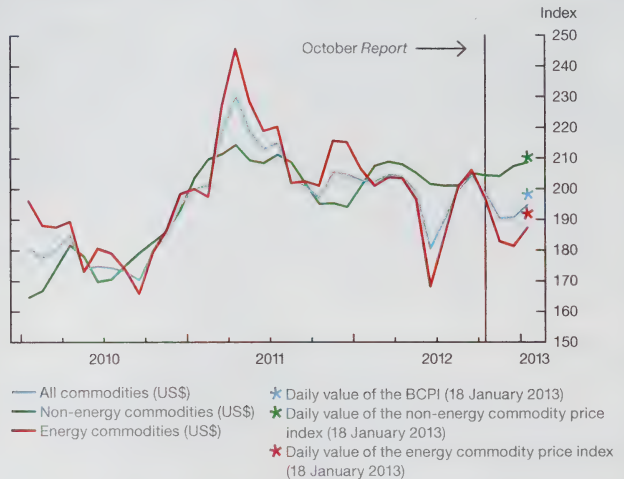


Sources: U.S. Bureau of Economic Analysis and Bank of Canada calculations and projections

The foreign activity measure has recovered only 60 per cent of the decline recorded during the 2008–09 recession. The foreign activity measure captures the composition of foreign demand for Canadian exports by weighting the various components of U.S. private final domestic demand and economic activity in other countries according to their importance for Canada's trade.

**Chart 17: The Bank's commodity price index is little changed, on balance**

Bank of Canada commodity price index (rebased to January 2003 = 100), monthly data



Note: Values for January 2013 are estimates based on the average daily values up to 18 January 2013.

Source: Bank of Canada

Last observation: 18 January 2013

pipeline capacity and refinery outages have pushed the price of Western Canada Select (WCS) down from US\$78 per barrel to slightly less than US\$60 per barrel. These developments have put pressure on Canada's terms of trade and real gross domestic income, and have contributed to the recent slowdown in engineering investment in Canada (Box 2, page 26).

The BCPI is expected to rise modestly over the projection horizon, as WCS prices move higher in response to easing constraints on refinery and pipeline capacity. Gradually rising prices for natural gas and base metals, as well as further gains in the prices of forestry products, are also expected to contribute to the increase in the BCPI. Given the lower projected prices for domestically produced oil, however, the BCPI is expected to remain below the level anticipated at the time of the *October Report* over most of the projection horizon.

## Canadian Dollar

The Canadian dollar is assumed to remain at 101 cents U.S. over the projection horizon

The Canadian dollar has traded within a relatively narrow range since the *October Report*, averaging 101 cents U.S. (Chart 18), the same level as assumed in October. It is assumed to remain at this level over the projection horizon.

**Chart 18: The Canadian dollar has traded in a relatively narrow range**

Daily data



Note: A rise in either series indicates an appreciation of the Canadian dollar.

Source: Bank of Canada

Last observation: 18 January 2013





# Canadian Economy

The slowdown in the Canadian economy in the second half of 2012 was more pronounced than the Bank had anticipated at the time of the *October Report*. In particular, exports and business fixed investment have been weaker (Chart 19), reflecting both foreign and domestic developments. While global tail risks have diminished, foreign demand has been more subdued than expected. At the same time, the less-favourable prices received by Canadian energy producers, together with the continued elevated level of uncertainty, have led to slower growth in final domestic demand. As anticipated, Canadian households have shown a more cautious attitude toward spending.

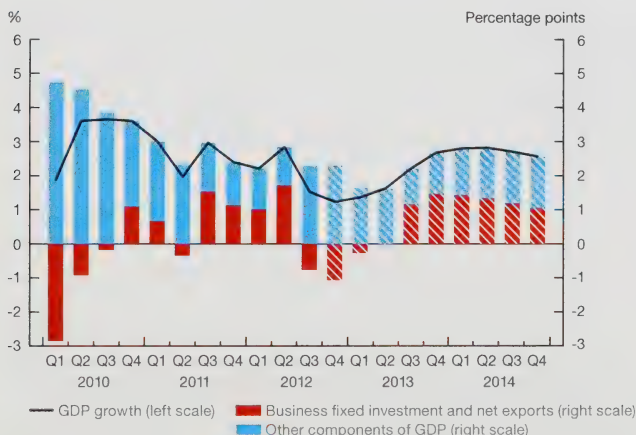
The Bank projects a return to above-potential growth in the Canadian economy through 2013, supported in particular by rebounds in business fixed investment and exports. The projected level of exports nonetheless remains below its pre-recession peak until the second half of 2014, owing to the weak level of foreign demand and competitiveness challenges, including the persistent strength of the Canadian dollar. Growth in consumption is expected to be maintained at a moderate pace, while residential investment is still expected to decline from historically high levels. The Bank expects trend growth in household credit to moderate further, with the debt-to-income ratio stabilizing near current levels.

• The slowdown in the Canadian economy in the second half of 2012 was more pronounced than anticipated

• The Bank projects a return to above-potential growth through 2013

**Chart 19: Business fixed investment and net exports are expected to rebound from recent weakness**

Contributions to real GDP growth; 4-quarter moving average



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

*Economic activity in Canada is expected to be more restrained*

*Total inflation is expected to remain around 1 per cent in the near term before rising gradually, along with core inflation, to the 2 per cent target in the second half of 2014*

*Canadian financial markets have remained strong*

*The volume of corporate bond issuance reached its highest level since 2007*

Although the Bank still sees a rebound in the growth of real GDP, economic activity in Canada is expected to be more restrained than projected in the *October Report*. As a result, the economy is now forecast to return to full capacity only in the second half of 2014.

Core inflation has softened more than the Bank had expected. More muted price pressures across a wide range of goods and services have been observed, consistent with the unexpected increase in excess capacity in the Canadian economy and greater competitive pressures among retailers. Total CPI inflation has also been lower than anticipated, reflecting developments in core inflation and weaker-than-projected gasoline prices. Total inflation is expected to remain around 1 per cent in the near term before rising gradually, along with core inflation, to the 2 per cent target in the second half of 2014 as the economy returns to full capacity and inflation expectations remain well anchored. This inflation projection is weaker than in the *October Report*, owing to greater excess supply in the Canadian economy over most of the projection horizon, as well as the anticipated persistence of recent relative price shocks in coming quarters.

## Financial Conditions

Against a backdrop of some further improvement in global financial conditions, the supply and price of credit for businesses and households in Canada remain very stimulative (*Chart 20*), providing important ongoing support to the economic expansion.

Canadian financial markets have remained strong in recent months. Yields on both Canadian government and corporate bonds have stayed at exceptionally low levels, partly because of sustained international demand for the debt of Canadian governments, banks and corporations, a sign that their credit quality is perceived to be high by global standards. In this context, the volume of corporate bond issuance has picked up in recent months, and issuance for 2012 as a whole reached its highest level since 2007 (*Chart 21*). Moreover, the S&P/TSX Composite Index has remained firm since the *October Report*, following significant gains during the summer months, and volatility has been relatively low.

**Chart 20: Borrowing costs for businesses and households remain at exceptionally low levels**

Weekly data



Note: For more information on these series, see <<http://credit.bankofcanada.ca/financialconditions>>.

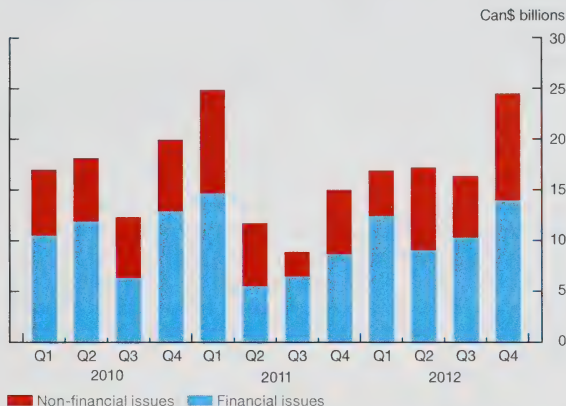
Source: Bank of Canada calculations

Last observation: 18 January 2013

Canadian banks continue to be well positioned to lend, with ready access to low-cost funding across the term structure in both Canadian and foreign currencies. Responses to the Bank's latest *Senior Loan Officer Survey* (available on the Bank's website under Publications and Research > Periodicals > SLOS 2012Q4) and the balance of opinion of Canadian firms surveyed in the Bank's winter *Business Outlook Survey* (available on the Bank's website under Publications and Research > Periodicals > BOS Winter 2012-13) together suggest that business-lending conditions have changed little in recent months, following a period of almost uninterrupted easing since late 2009 (Chart 22).

**Chart 21: Bond issuance by Canadian firms has picked up**

Corporate debt issuance by domestic firms in Canadian dollars

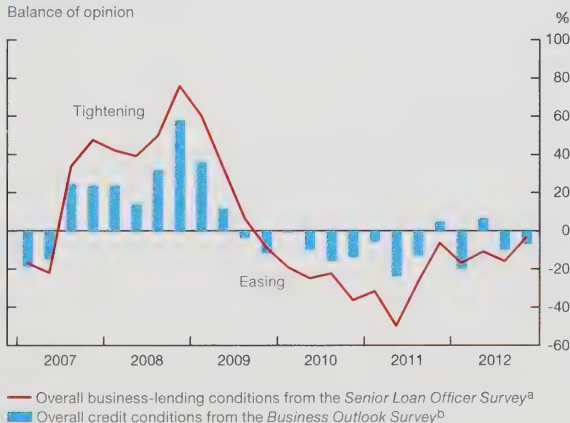


Source: Bank of Canada

Last observation: 2012Q4

**Chart 22: Lending conditions for Canadian firms have changed little in recent months**

Balance of opinion



a. Weighted percentage of surveyed financial institutions reporting tightened credit conditions minus the weighted percentage reporting eased credit conditions

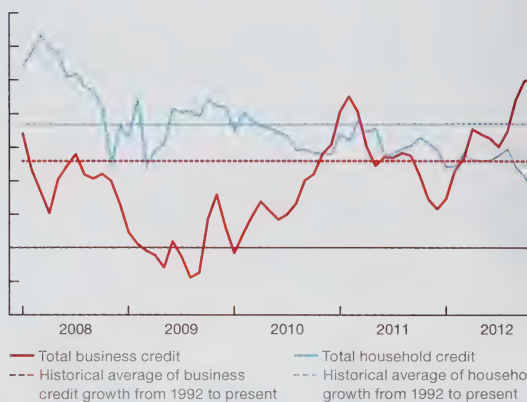
b. Percentage of firms reporting tightened credit conditions minus the percentage reporting eased credit conditions

Source: Bank of Canada

Last observation: 2012Q4

**Chart 23: Household credit growth has slowed while business credit has accelerated**

3-month percentage change (at annual rates)

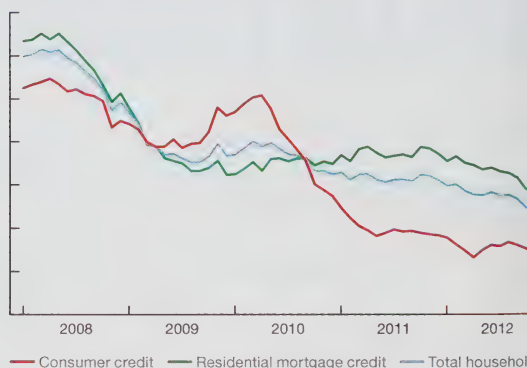


Source: Bank of Canada

Last observation

**Chart 24: Household credit growth has trended lower**

Year-over-year percentage change, monthly data



Source: Bank of Canada

Last observation

*The pickup in business credit growth can be partly explained by transitory influences*

With highly favourable financing conditions for Canadian firms, expansion of overall business credit has picked up to a rate well above its historical average (Chart 23). While this is consistent with a return to rapid growth in business fixed investment, the pickup in business credit growth can be partly explained by transitory influences. These include an increase in the need for working capital due to higher inventory levels and the early refinancing of corporate debt at favourable interest rate levels.

Household credit continues to be readily available at near-record rates. The growth of household credit has nonetheless slowed from an annual rate of 5.5 per cent through much of 2012 to just above 3 per cent in the 12 months to November (Chart 23). This is the lowest rate of growth since 1999, and reflects a slowdown in the growth of both residential and consumer credit.



number of factors have contributed to the slowing trend in household credit growth to slightly below 5 per cent on a year-over-year basis from a peak of over 12 per cent in 2008 (Chart 24). These factors include the consequences of the pulling forward of housing activity due to improved affordability, the cumulative effects of changes to mortgage insurance rules and tightening of mortgage underwriting guidelines,<sup>7</sup> and increasing concern about the dangers of elevated debt levels. Even with the slowing, household credit still grew slightly faster than disposable income in the third quarter, resulting in a further rise in the aggregate household debt-to-income ratio to 165 per cent. The Bank expects trend growth in household credit to moderate further, with the debt-to-income ratio stabilizing near current levels.

Despite the continued high level of uncertainty surrounding the global economic outlook and the associated preference for liquidity, growth in the broad monetary aggregates has slowed considerably in recent months, mirroring the weak GDP growth registered in the second half of 2012. Growth in the broad monetary aggregates has also moderated and is consistent with subdued inflationary pressures ahead.

## Unutilized Pressures on Capacity

Various indicators point to an increase in excess capacity in the Canadian economy through the second half of 2012. Real GDP growth slowed slightly below the expected 0.6 per cent in the third quarter, and is estimated to be about 1.0 per cent in the fourth quarter, significantly below the October forecast. Exports and business fixed investment were particularly weak, offset somewhat by an unexpectedly large rise in inventory investment. As a result, the level of real GDP at the end of 2012 is 0.6 per cent below that expected in the October Report. Consistent with these dynamics, the Bank's conventional measure of the output gap widened to -1.1 per cent in the fourth quarter of 2012 (Chart 25).

Responses to the Bank's winter *Business Outlook Survey* also point to a continued increase in economic slack. The proportion of firms that would have difficulty meeting an unexpected increase in demand has fallen sharply, from a level around its historical average in recent quarters. The proportion of firms reporting labour shortages has also declined, to a level well below its historical average.

In contrast, labour market indicators more broadly do not suggest an increase in the degree of excess capacity in the Canadian economy in recent quarters. With solid gains in employment, the unemployment rate has fallen down in recent months, to a level consistent with a modest degree of slack in the economy (Chart 26). Nonetheless, the average duration of unemployment and the proportion of involuntary part-time workers have remained at elevated levels, while average hours worked remain relatively flat. Wage growth has also continued to be moderate, consistent with the presence of slack in the labour market (Chart 27).

On balance, the Bank judges that the economy was operating about 1 per cent below its production capacity in the fourth quarter of 2012, a smaller degree of slack than expected in October.

◀ *The Bank expects trend growth in household credit to moderate further, with the debt-to-income ratio stabilizing near current levels*

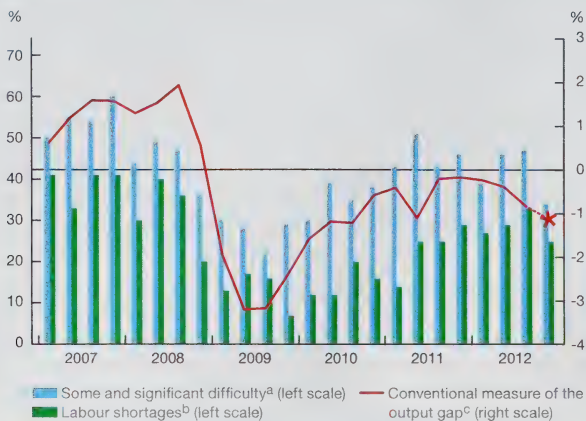
◀ *Various indicators point to an increase in excess capacity through the second half of 2012*

◀ *Exports and business fixed investment were particularly weak*

◀ *On balance, the Bank judges that the economy was operating about 1 per cent below its production capacity in the fourth quarter of 2012*

<sup>7</sup> See the December 2012 *Financial System Review* (especially Box 2) for a discussion of recent changes to the rules for government-backed insured mortgages, as well as changes to the guidelines on residential mortgage underwriting issued by the Office of the Superintendent of Financial Institutions.

**Chart 25: Excess supply has increased**



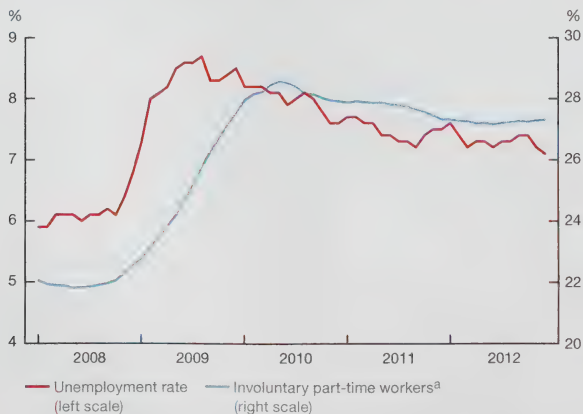
- a. Response to *Business Outlook Survey* question on capacity pressures. Percentage of firms indicating that they would have either some or significant difficulty meeting an unanticipated increase in demand/sales.
- b. Response to *Business Outlook Survey* question on labour shortages. Percentage of firms reporting labour shortages that restrict their ability to meet demand.
- c. Difference between actual output and estimated potential output from the Bank of Canada's conventional measure. The estimate for the fourth quarter of 2012 (indicated by \*) is based on a projected increase in output of 1.0 per cent (at annual rates) for the quarter.

Source: Bank of Canada

Last observation: 2012Q4

**Chart 26: Labour market indicators point to slack in the economy**

Monthly data



- a. Expressed as a percentage of total part-time employment, unadjusted, 12-month moving average

Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations

Last observation: December 2012

**Chart 27: Increases in labour compensation have been moderate overall**

Quarterly data



Note: The 2012Q4 value for the effective annual increase in base wage rates for newly negotiated settlements is approximated by the average of October and November data.

Sources: Statistics Canada and Human Resources and Skills Development Canada

Last observations: 2012Q3 and 2012Q4

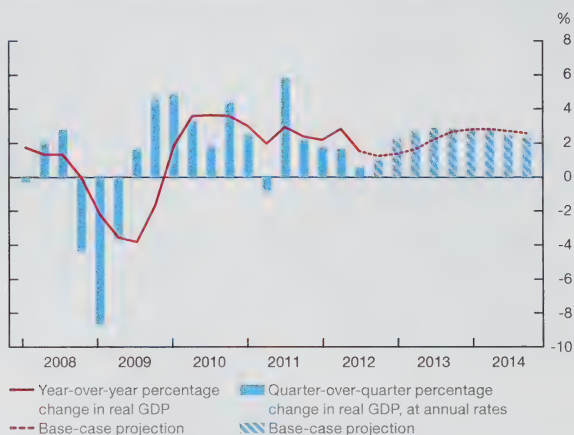
## The Real Economy

The Bank expects growth in the Canadian economy to pick up this year (Chart 28). The anticipated rebound through the first half of the year mainly reflects stronger foreign demand and the unwinding of temporary factors that restrained activity in the resource sector in the second half of 2012. Consumption is expected to grow at a moderate pace, while business fixed investment accelerates (Chart 19 and Table 2). The Bank projects that net exports will contribute positively to GDP growth in 2013 and 2014 after unexpectedly detracting from growth in 2012. This contribution is nevertheless modest, reflecting the persistence of external headwinds.

On an average annual basis, real GDP is forecast to grow by 2.0 per cent in 2013, up slightly from 1.9 per cent in 2012. With the quarterly pace of growth rising through 2013, average annual growth of 2.7 per cent is projected in 2014 (Table 3). The level of economic activity is lower than in the October Report through most of the projection period. Final domestic demand has been revised down, mainly reflecting the adverse impact on business fixed investment of more persistent uncertainty regarding the global economic outlook and less-favourable terms of trade (Box 2). The profile for exports is also revised down relative to the October Report as a result of the downward revision to foreign activity, although imports are also weaker than previously anticipated.

Growth in household spending proceeded at a moderate pace in the second half of 2012, broadly in line with expectations. Consumption picked up following weakness in the first half of the year, with a rebound in purchases of motor vehicles and stronger growth in spending by Canadian consumers abroad. In contrast, housing investment began to decline from historically high levels. Sales of existing homes have fallen, partly because of measures taken by federal authorities. Housing starts have also declined from very high levels, decreasing from roughly 225,000 units through much of 2012 to

- ◀ The Bank expects growth in the Canadian economy to pick up this year
- ◀ Consumption is expected to grow at a moderate pace, while business fixed investment accelerates
- ◀ Net exports will contribute positively to GDP growth in 2013 and 2014 after unexpectedly detracting from growth in 2012
- ◀ Housing investment began to decline from historically high levels

**Chart 28: Real GDP growth is expected to pick up through 2013**


Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

**Table 2: Contributions to average annual real GDP growth**

Percentage points<sup>a</sup>

	2011	2012	2013	2014
Consumption	1.4 (1.4)	1.1 (1.0)	1.1 (1.2)	1.3 (1.2)
Housing	0.1 (0.1)	0.4 (0.3)	-0.1 (-0.1)	-0.1 (-0.1)
Government	0.1 (0.1)	-0.2 (-0.2)	0.3 (0.3)	0.3 (0.3)
Business fixed investment	1.2 (1.2)	0.6 (0.7)	0.5 (0.7)	0.9 (0.7)
<b>Subtotal: Final domestic demand</b>	<b>2.7 (2.7)</b>	<b>1.9 (1.8)</b>	<b>1.8 (2.1)</b>	<b>2.4 (2.1)</b>
Exports	1.4 (1.4)	0.4 (0.8)	0.6 (1.0)	1.5 (1.6)
Imports	-1.8 (-1.8)	-0.8 (-0.7)	-0.5 (-0.8)	-1.2 (-1.3)
<b>Subtotal: Net exports</b>	<b>-0.4 (-0.4)</b>	<b>-0.4 (0.1)</b>	<b>0.1 (0.2)</b>	<b>0.3 (0.3)</b>
Inventories	0.3 (0.3)	0.4 (0.3)	0.1 (0.0)	0.0 (0.0)
<b>GDP</b>	<b>2.6 (2.6)</b>	<b>1.9 (2.2)</b>	<b>2.0 (2.3)</b>	<b>2.7 (2.4)</b>
<b>Memo items:</b>				
Potential output	1.6 (1.6)	2.0 (2.0)	2.1 (2.1)	2.2 (2.2)
Real gross domestic income (GDI)	3.7 (3.7)	1.5 (1.5)	2.1 (2.8)	2.9 (2.6)

a. Figures in parentheses are from the base-case projection in the October 2012 *Monetary Policy Report*. Those for potential output are from Box 2 in the October 2012 *Report*.

about 200,000 units in November and December. However, home building still remains above demographic demand, which is estimated at around 185,000. Ongoing strong rates of construction, particularly of multiple-unit dwellings in some regions, continue to point to overbuilding (Chart 29). Despite some softening in house prices, valuations in some segments of the housing market remain stretched.

The outlook for household spending is broadly unchanged from the October *Report*, although there is a slight dampening impact from the less-favourable terms of trade and associated income and wealth effects. The Bank's outlook for growth in household spending continues to include some ongoing restraint by Canadian households related to high levels of debt. Consumption is expected to grow at a moderate rate, somewhat below that

*The outlook for household spending continues to include some ongoing restraint related to high levels of debt*



**Table 3: Summary of the base-case projection for Canada<sup>a</sup>**

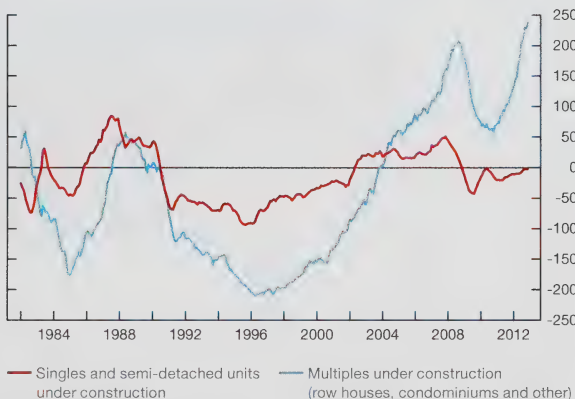
	2011	2012					2013				2014			
	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	
Real GDP (quarter-over-quarter percentage change at annual rates)	2.1 (2.1)	1.7 (1.8)	1.7 (1.9)	0.6 (1.0)	1.0 (2.5)	2.3 (2.6)	2.7 (2.6)	2.9 (2.6)	2.9 (2.5)	2.8 (2.3)	2.8 (2.2)	2.5 (2.2)	2.3 (2.2)	
Real GDP (year-over-year percentage change)	2.4 (2.4)	2.2 (2.2)	2.8 (2.9)	1.5 (1.7)	1.2 (1.8)	1.4 (2.0)	1.6 (2.2)	2.2 (2.5)	2.7 (2.5)	2.8 (2.5)	2.8 (2.4)	2.7 (2.3)	2.6 (2.2)	
Core inflation (year-over-year percentage change)	2.1 (2.1)	2.1 (2.1)	2.0 (2.0)	1.5 (1.5)	1.3 (1.6)	1.4 (1.7)	1.4 (1.8)	1.7 (2.1)	1.9 (2.1)	1.9 (2.1)	1.9 (2.0)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)	
Total CPI (year-over-year percentage change)	2.6 (2.6)	2.4 (2.4)	1.6 (1.6)	1.2 (1.2)	1.1 (1.5)	0.9 (1.4)	1.1 (1.4)	1.5 (1.7)	1.8 (2.0)	1.8 (2.0)	1.9 (2.0)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)	
Total CPI excluding the effect of the HST and changes in other indirect taxes (year-over-year percentage change)	2.5 (2.5)	2.2 (2.2)	1.4 (1.4)	1.1 (1.1)	1.0 (1.4)	0.9 (1.4)	1.2 (1.5)	1.6 (1.8)	1.9 (2.1)	1.9 (2.1)	1.9 (2.0)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)	
WTI <sup>b</sup> (level)	94 (94)	103 (103)	93 (93)	92 (92)	88 (92)	94 (93)	95 (94)	95 (94)	95 (94)	94 (93)	93 (92)	92 (92)	92 (91)	
Brent <sup>b</sup> (level)	109 (109)	118 (118)	109 (109)	109 (109)	110 (113)	111 (112)	109 (110)	108 (108)	106 (107)	104 (105)	103 (104)	102 (102)	101 (101)	

a. Figures in parentheses are from the base-case projection in the October 2012 *Monetary Policy Report*.

b. Assumptions for the prices of West Texas Intermediate and Brent crude oil (US\$ per barrel) are based on an average of futures contracts over the two weeks ending 18 January 2013.

### Chart 29: New construction of multiple-unit dwellings remains high despite signs of overbuilding

Adjusted for population aged 25+ years, deviation from historical average, per 100,000 people, major metropolitan areas



Sources: Canada Mortgage and Housing Corporation, Statistics Canada, and Bank of Canada calculations

Last observation: November 2012

of disposable income (Chart 30), resulting in a further slight increase in the personal savings rate. Residential investment is projected to continue to contract, with its share of the overall economy declining gradually over the projection horizon (Chart 31).

Growth in business fixed investment is expected to return gradually to a more solid pace through 2013 (Chart 32), following unexpected weakness in the second half of 2012, which was primarily concentrated in engineering activity related to the energy sector. The outlook for investment continues to be supported by the strong aggregate financial position of Canadian firms,

◀ Growth in business fixed investment is expected to return gradually to a more solid pace

## Box 2

## Developments in the Canadian Energy Sector and Their Impact on the Economy

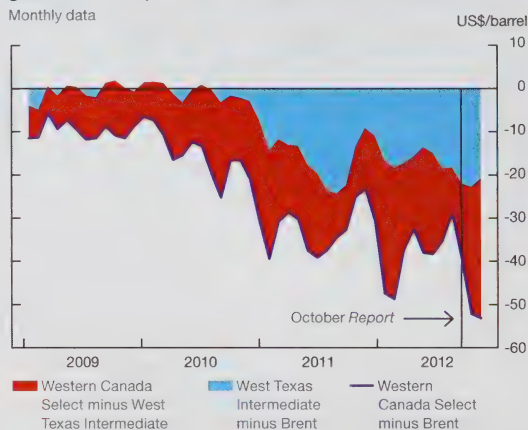
Recent developments in the Canadian energy sector have been less favourable than anticipated. Lower energy prices, together with temporary disruptions in transportation and production facilities, have dampened economic activity in recent quarters through a deterioration in Canada's terms of trade as well as lower investment, exports and production. These developments are estimated to have reduced annualized real GDP growth by 0.4 percentage points in the second half of 2012. The return to normal production and the gradual narrowing of crude oil price spreads are projected to contribute 0.1 percentage points to real GDP growth in each of 2013 and 2014.

Since the *October Report*, the combination of temporary disruptions and persistent transportation bottlenecks has led to record spreads between the prices received by Canadian producers of heavy crude—Western Canada Select (WCS)—and North American crude oil benchmarks such as West Texas Intermediate (WTI) (Chart 2-A).<sup>1,2</sup>

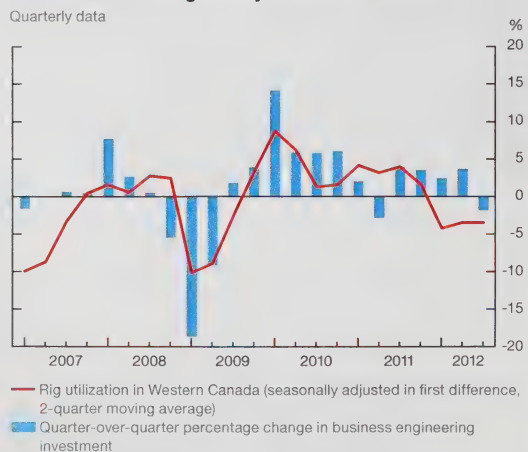
During the second half of 2012, crude oil transportation capacity was temporarily constrained by regulatory limits on throughput and temporary shutdowns at the main Canada–U.S. pipelines.<sup>3</sup> Moreover, outages at major refineries in the United States reduced demand for Canadian crude, while maintenance at oil sands upgraders temporarily increased the supply of heavy crude.<sup>4</sup> Meanwhile, both oil sands and U.S. light oil production continued to grow without corresponding increases in pipeline capacity.

While WCS prices have declined, the price of Canada's crude oil imports, mostly through Eastern Canada and closely linked to Brent prices, has remained elevated. This deterioration in the oil-related terms of trade reduced Canada's real gross domestic income (GDI) and, in turn, spending on domestically produced goods and services. The deterioration in the oil-related terms of trade is estimated to have reduced Canada's real GDI by 0.2 per cent in the second half of 2012.

**Chart 2-A: The spreads between Canadian heavy (WCS) and global crude oil prices have widened to record levels**



**Chart 2-B: The slowdown in engineering investment is tied to a decline in drilling activity in Western Canada**



- 1 For further details on the role of Western Canada Select and other crude benchmarks in the Canadian economy, see Box 1 in the April 2012 *Report*.
- 2 Prices for Canadian synthetic and other lighter crudes have generally moved in line with the West Texas Intermediate benchmark. Their impact is captured in the Bank of Canada commodity price index through WTI prices.
- 3 Parts of a major Canada–U.S. pipeline system were subject to regulatory measures limiting available capacity for precautionary purposes.
- 4 Owing to the upgrading method used at the affected upgraders, a small amount of heavy crude oil is still produced during outages.

(continued...)

## Box 2 (continued)

Lower prices for WCS, coupled with historically low natural gas prices and heightened uncertainty regarding the outlook for global demand, also contributed to the recent marked slowdown in engineering investment in Canada (**Chart 2-B**). In Western Canada, drilling activity slowed in the second half of 2012 as firms dealt with lower cash flows and junior and intermediate producers experienced challenges accessing capital markets.

Unplanned maintenance in the oil sands, combined with outages at offshore Newfoundland and Labrador oil fields, also lowered Canadian production of crude oil in the third quarter of 2012. Together, these disruptions subtracted an estimated 0.9 percentage points from third-quarter real GDP growth, mainly through lower exports. The return to normal production at these facilities is expected to contribute positively to GDP growth in the fourth quarter of 2012 and the first quarter of 2013.

Over the next year, spreads for WCS are expected to narrow gradually as the impact of temporary disruptions dissipates, new pipeline capacity comes into service and new heavy crude

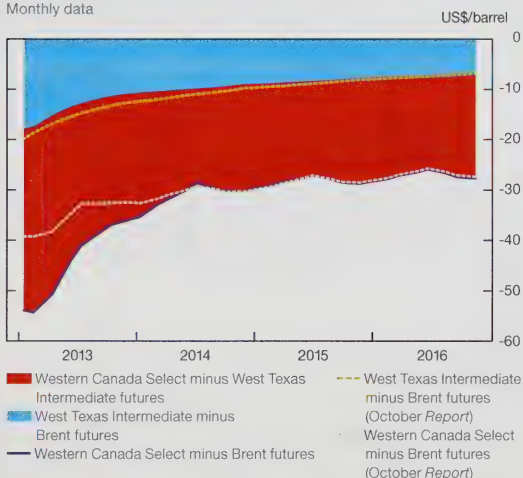
oil refining capacity is added (**Chart 2-C**). However, the futures curve now points to wider spreads for WCS during 2013 and the first quarter of 2014 than was anticipated at the time of the *October Report*. By themselves, these lower oil-related terms of trade would reduce the level of real GDI by 0.2 per cent and that of real GDP by 0.1 per cent in 2013, relative to expectations in the *October Report*.

The less-favourable outlook for WCS suggested by the futures curve could also temper private and public investment over the projection horizon as lower cash flows and lower-than-expected royalty revenues curtail capital budgets for both producers and provincial governments. In addition, recent reports suggest that uncertainty regarding the timing of major projects to access new markets, the state of foreign demand and the impact of increased production of light oil in the United States will likely weigh on firms' investment decisions.<sup>5</sup>

Increased capacity from the Seaway Pipeline in early January and the completion of the TransCanada Gulf Coast Project in the second half of 2013 are expected to provide a sevenfold increase in transportation capacity from the Cushing, Oklahoma, storage hub to refineries along the U.S. Gulf Coast, while the refurbishment of major refineries in the U.S. Midwest will increase the capacity for processing heavy crude.<sup>6</sup> This new transportation and refining capacity is expected to drive the narrowing of the WCS spread over the medium term. Expanded rail capacity out of North Dakota and pipeline additions coming on stream in 2014 should help ease stresses on a transportation system that will likely remain under pressure from the continued growth of supply across Western North America.<sup>7</sup>

**Chart 2-C: The spreads between Canadian heavy (WCS) and global crude oil prices are expected to narrow**

Monthly data



Sources: Bloomberg and Bank of Canada calculations

Last data plotted: December 2016

<sup>5</sup> See, for example: CERI Commodity Report – Crude Oil, November 2012 and the Conference Board of Canada reports, *Fuel for Thought: The Economic Benefits of Oil Sands Investment for Canada's Regions; Provincial Outlook: Economic Forecast for Alberta Autumn 2012*; and *Provincial Outlook Autumn 2012: Economic Forecast*

<sup>6</sup> In 2013, the expansion of the Seaway Pipeline and the completion of the Gulf Coast Project will increase total transportation capacity from Cushing, Oklahoma, to the Gulf Coast to approximately 1.1 million barrels per day, up from 150,000 barrels per day (as of the initial Seaway Pipeline reversal in 2012)

<sup>7</sup> Combined production in Western Canada and the United States is expected to increase by over 1 million barrels per day in 2013 (Canadian Association of Petroleum Producers and Energy Information Administration forecasts)

**Chart 30: Growth in consumption is expected to be maintained at a moderate pace**

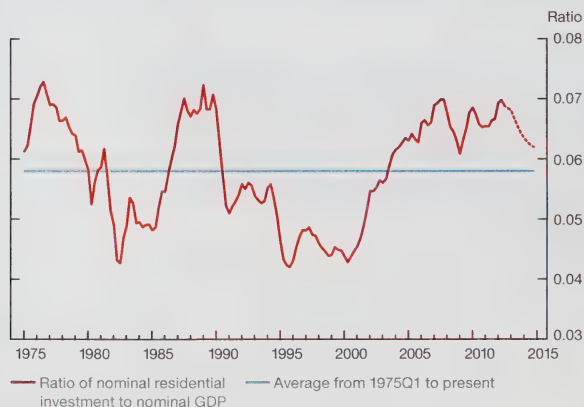
Year-over-year percentage change, quarterly data



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

**Chart 31: The share of residential investment in GDP is expected to decline further from its high level**

Quarterly data



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

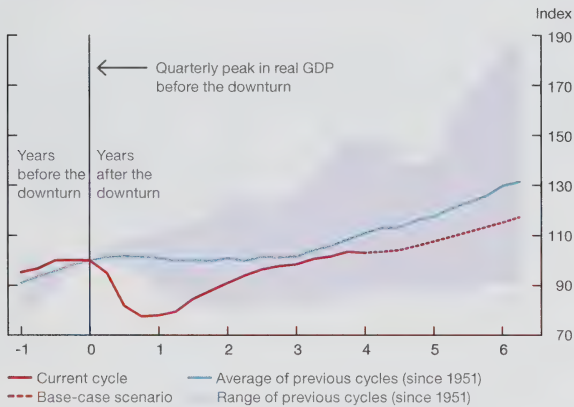
favourable credit conditions, relatively high commodity prices and the strong Canadian dollar, as well as the impetus to improve productivity amid heightened pressures to become more competitive. Expectations of a pickup in business fixed investment in coming quarters are further supported by the return to a more positive balance of opinion about spending on machinery and equipment in the Bank's winter *Business Outlook Survey*, by the acceleration in business credit, and by recent trends in industrial and commercial building permits. Nonetheless, the factors that weighed on investment growth in the second half of 2012 are expected to persist for some time. These include elevated uncertainty about the global economic outlook, lower energy prices received by Canadian producers and the softness in domestic demand. As a result, the projected profile for business fixed investment is lower than in the *October Report*.

*The factors that weighed on investment growth in the second half of 2012 are expected to persist for some time*



**Chart 32: Business fixed investment is projected to grow at a slower pace than in the average cycle**

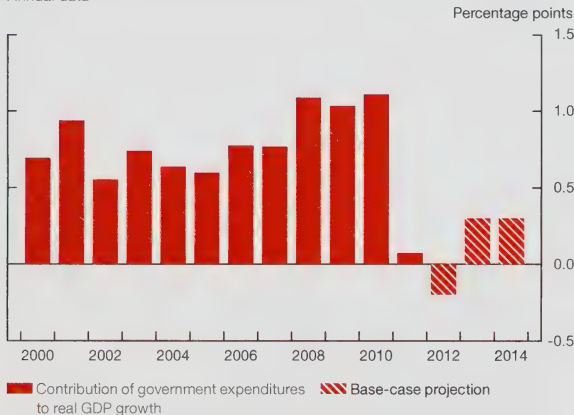
Comparison of real business fixed investment across economic cycles; quarter before the downturn in real GDP = 100, quarterly data



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

**Chart 33: The contribution of government spending to real GDP growth is expected to be relatively modest**

Annual data



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

Government spending is expected to contribute only modestly to real GDP growth over the projection horizon (Chart 33). As in October, this contribution is considerably weaker than has been typical historically, in line with the plans of federal and provincial governments to consolidate spending.

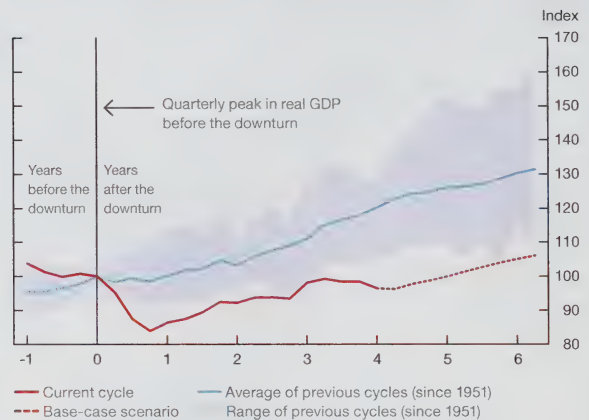
The recovery in net exports is expected to remain weak, although the Bank continues to anticipate some improvement over the projection horizon. Exports contracted unexpectedly in the second half of 2012, reflecting weaker-than-anticipated foreign demand as well as temporary disruptions in the energy sector. Some rebound in exports is expected in coming quarters, consistent with the projected reacceleration in the foreign activity measure. Nevertheless, the growth of exports remains more moderate than that of

Government spending is expected to contribute only modestly to real GDP growth

Some rebound in exports is expected in coming quarters

### Chart 34: Despite the expected pickup, the recovery in exports remains weak

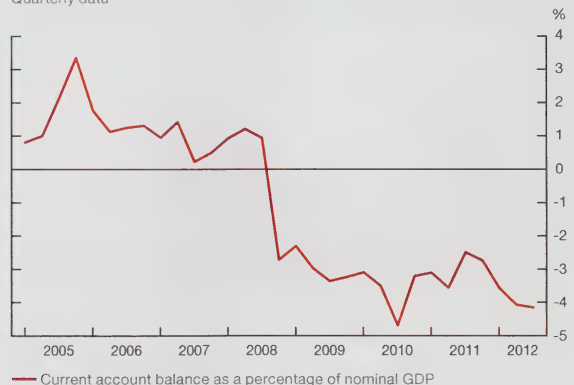
Comparison of real exports across economic cycles; quarter before the downturn in real GDP = 100, quarterly data



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

### Chart 35: Canada's current account deficit has widened to 4 per cent of GDP

Quarterly data



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations

Last observation: 2012Q3

foreign activity (Chart 16), owing to ongoing competitiveness challenges, including the persistent strength of the Canadian dollar, which is being influenced by safe-haven flows and spillovers from global monetary policy. As a result, the level of Canada's exports is not forecast to regain its pre-recession peak until the second half of 2014 (Chart 34).

The profile for imports has also been revised down, owing to the weaker outlook for business investment and exports. In contrast to exports, the level of imports had already returned to its pre-recession peak by the first quarter of 2011. Partly as a result, Canada's current account balance has declined from a surplus position before the recession to a deficit of around 4 per cent of GDP (Chart 35). This sizable current account deficit is projected to diminish gradually over the forecast horizon owing to modest improvements in the real trade balance and the terms of trade.

Given the above projection for real GDP, the Canadian economy is expected to reach full capacity in the second half of 2014, later than anticipated in the *October Report*.

## Inflation

Core CPI inflation moderated to an average of 1.3 per cent in October and November from an average of 1.5 per cent in the third quarter and 2.0 per cent in the first half of 2012. Alternative measures of core inflation have also trended down (**Chart 36**). The decline in core CPI inflation has been larger than anticipated and reflects softer prices across a wide range of goods and services, consistent with the unexpected increase in excess capacity in the Canadian economy, as well as heightened competitive pressures among retailers. The greater-than-expected softness in core inflation has also reflected a number of idiosyncratic developments. Reported auto prices have been weaker in recent months than the typical seasonal pattern would suggest, reflecting in part a methodological change implemented by Statistics Canada.<sup>8</sup> In addition, increases in regulated prices (such as auto insurance) have slowed more significantly than anticipated. The declines in inflation in food and clothing prices in response to the waning effects of prior increases in agricultural prices have also been larger than projected.

Total CPI inflation has also continued to ease in recent months, in contrast to the Bank's expectations in the *October Report*. This easing is due to softer core inflation, as well as weaker-than-expected gasoline prices, which in turn reflect both lower world prices for crude oil and lower margins (**Chart 37**).

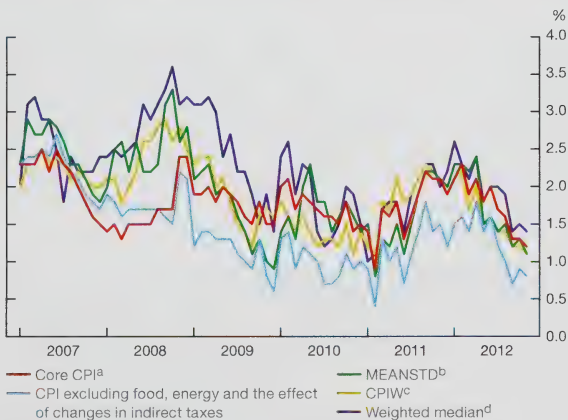
◀ *The Canadian economy is expected to reach full capacity in the second half of 2014*

◀ *The decline in core CPI inflation has been larger than anticipated and reflects softer prices across a wide range of goods and services*

◀ *Total CPI inflation has also continued to ease*

**Chart 36: Alternative measures of core inflation have fallen well below 2 per cent**

Year-over-year percentage change, monthly data



- a. Excludes eight of the most volatile components and the effect of changes in indirect taxes on the remaining components
- b. Weighted average of the cross-sectional distribution of price changes that has been trimmed to exclude values further than 1.5 standard deviations from the average and the effect of changes in indirect taxes
- c. Adjusts each CPI basket weight by a factor that is inversely proportional to the component's variability and is adjusted to exclude the effect of changes in indirect taxes
- d. Percentage change in the CPI component at the midpoint of the cross-sectional distribution of weighted price variations, adjusted to exclude the effect of changes in indirect taxes

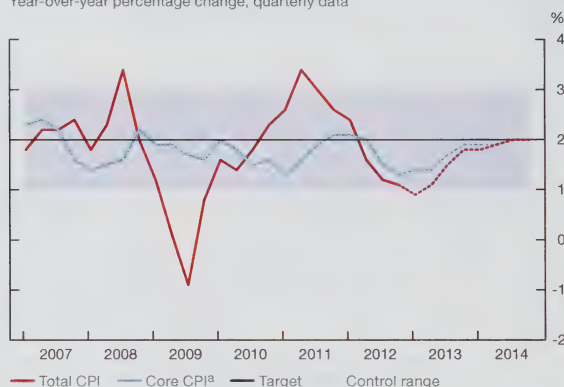
Sources: Statistics Canada and Bank of Canada

Last observation: November 2012

<sup>8</sup> The introduction of new-model-year automobiles into Statistics Canada's CPI sample, which was previously concentrated in the month of November, is now more spread out over time, reflecting the evolving practices of the automotive industry.

**Chart 37: Total CPI inflation is projected to remain below 2 per cent until the second half of 2014**

Year-over-year percentage change, quarterly data



a. CPI excluding eight of the most volatile components and the effect of changes in indirect taxes on the remaining components

Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

*Inflation expectations remain well anchored*

Inflation expectations remain well anchored. As reported in the Bank's winter *Business Outlook Survey*, almost all firms surveyed continue to expect average inflation over the next two years to remain within the 1 to 3 per cent inflation-control range. The January Consensus Economics forecasts for total CPI inflation were 1.8 per cent in 2013 and 2.0 per cent in 2014. Market-based measures of longer-term inflation expectations also continue to be consistent with the 2 per cent inflation-control target.

*The projection for core inflation is weaker than in the October Report*

Core inflation is expected to remain subdued in coming quarters before rising gradually to reach 2 per cent in the second half of 2014, as economic slack is gradually absorbed and inflation expectations remain well anchored (Chart 37). In addition, growth in labour compensation is expected to stay moderate, consistent with recent trends in wage growth (Chart 27). This projection for core inflation is weaker than in the *October Report*, owing to greater-than-anticipated excess supply in the Canadian economy over most of the projection horizon, as well as the expected persistence of recent relative price shocks in coming quarters.<sup>9</sup>

*The Bank now expects total CPI inflation to stay well below the 2 per cent target over most of the coming year before returning to target in the second half of 2014*

Total CPI inflation is projected to remain around 1 per cent over the near term. With the profile for core inflation weaker and futures prices suggesting similar oil prices to those assumed at the time of the *October Report*, the Bank now expects total CPI inflation to stay well below the 2 per cent target over most of the coming year before returning to target in the second half of 2014.

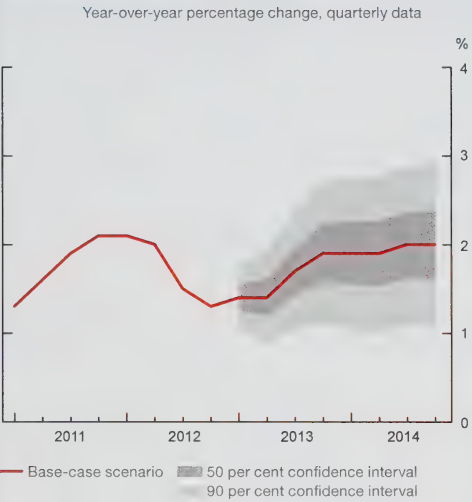
This projection includes a gradual reduction in monetary stimulus over the projection horizon, consistent with achieving the inflation target.

The uncertainty surrounding the Bank's inflation projection is illustrated using fan charts. Chart 38 and Chart 39 depict the 50 per cent and 90 per cent confidence bands for year-over-year core inflation and total CPI inflation from the first quarter of 2013 to the end of 2014.

<sup>9</sup> As previously assumed, the indirect effects associated with the restoration of the provincial sales tax in British Columbia are expected to have a minor effect on core inflation over the projection horizon. See the April 2012 *Monetary Policy Report*.

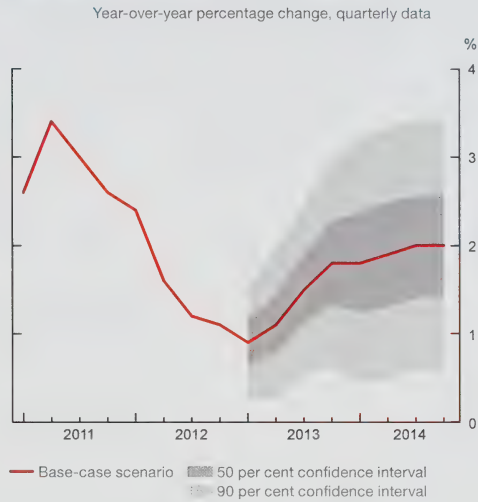


**Chart 38: Projection for core CPI inflation**



Source: Bank of Canada

**Chart 39: Projection for total CPI inflation**



Source: Bank of Canada



## Risks to the Outlook

---

While global tail risks have diminished as a result of a series of actions by European and American authorities, the inflation outlook in Canada is still subject to significant risks.

The three main upside risks to inflation in Canada relate to the possibility of stronger-than-expected growth in the U.S. economy, higher Canadian exports and renewed momentum in Canadian residential investment.

- Private sector demand in the United States could be stronger than expected if the negative effects of policy uncertainty dissipate more rapidly or if household spending grows faster, given improvements in the housing market and the degree of deleveraging that has already taken place.
- Growth in Canadian exports could be stronger than expected if exporters improve their competitiveness more rapidly than currently assumed or if global growth is stronger than projected. The unexpected contraction in exports in the second half of 2012 could also give way to a sharper rebound in 2013.
- While residential investment in Canada has declined as expected after reaching record-high levels, it could regain momentum, adding to domestic demand for a time but reinforcing existing imbalances.

The three main downside risks to inflation in Canada relate to the European crisis, more protracted weakness in business investment and exports in Canada, and the possibility that growth in Canadian household spending could be weaker.

- Although immediate risks have diminished, the policy challenges facing Europe remain considerable and a failure to contain the crisis remains the most serious risk facing the global and Canadian economies.
- The projected pickup in Canadian economic growth in 2013 relies heavily on an improvement in business investment and net exports. There is a risk that the recent poor performance could be extended longer than expected, particularly if external demand is weaker or if commodity prices are less supportive.
- Continuing high household debt levels in Canada could lead to weaker household spending. Relatedly, if there were a sudden weakening in the Canadian housing sector, it could have sizable spillover effects on other areas of the economy.

Overall, the Bank judges that the risks to the inflation outlook in Canada are roughly balanced over the projection period.





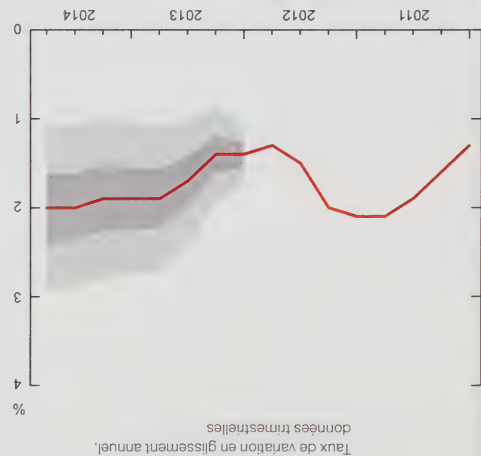
- Le lourd endettement persistant des ménages canadiens pourrait donner lieu à des dépenses plus faibles chez ces derniers. Dans le même ordre d'idées, un brusque affaiblissement du secteur du logement au Canada pourrait avoir des répercussions notables sur d'autres secteurs de l'économie.
- Dans l'ensemble, la Banque estime que les risques qui pèsent sur les perspectives d'évolution de l'inflation au Canada sont relativement équilibrés au cours de la période de projection.

# Les risques entourant les perspectives

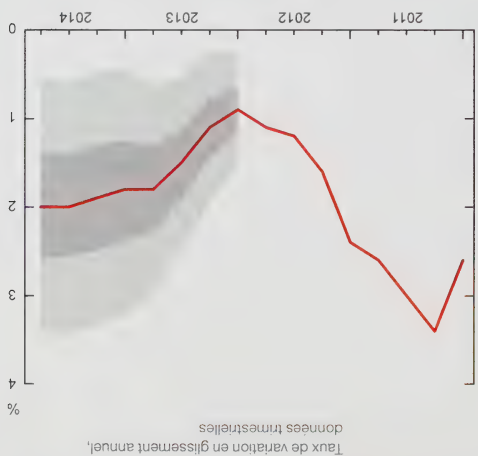
- Bien que les risques extrêmes à l'échelle mondiale aient diminué par suite d'une série de mesures prises par les autorités européennes et américaines, des risques importants continuent de peser sur les perspectives d'évolution de l'inflation au Canada.
- Les trois principaux risques à la hausse ont trait à la possibilité que la croissance de l'économie aux États-Unis soit plus forte que prévu, que les exportations canadiennes soient plus élevées et que l'investissement résidentiel au Canada affiche un dynamisme renouvelé.
- La demande du secteur privé aux États-Unis pourrait être plus vigoureuse qu'attendu si les répercussions négatives de l'incertitude en matière de politiques se dissipent plus rapidement ou si les dépenses des ménages croissent plus vite, compte tenu des améliorations survenues sur le marché du logement et du degré de désendettement qui a déjà eu lieu.
- L'expansion des exportations canadiennes pourrait être plus vigoureuse qu'anticipée si les exportateurs améliorent leur compétitivité plus rapidement qu'on ne l'entrevoit présentement ou si la croissance mondiale est plus robuste qu'escompté. La contraction inattendue des exportations au second semestre de 2012 pourrait aussi faire place à un rebond plus prononcé en 2013.
- Bien qu'après avoir atteint des sommets inégales, l'investissement résidentiel au Canada ait reculé comme prévu, il pourrait reprendre de l'élan, contribuant ainsi à augmenter la demande intérieure pendant un certain temps, mais accentuant les déséquilibres déjà présents.
- Les trois principaux risques à la baisse touchant l'inflation au Canada sont liés à la crise européenne, à une faiblesse prolongée des investissements des entreprises et des exportations canadiennes, et à la possibilité que la progression des dépenses des ménages canadiens soit plus faible.
- Quoique les risques immédiats aient diminué, les défis auxquels l'Europe est confrontée sur le plan des politiques publiques restent considérables et l'incapacité de contenir la crise demeure le risque le plus grave qui pèse sur les économies mondiale et canadienne.
- Le redressement projeté de la croissance économique au Canada en 2013 dépend dans une large mesure d'une amélioration des investissements des entreprises et des exportations nettes. Il existe un risque que les résultats médiocres enregistrés récemment à ce chapitre persistent plus longtemps que prévu, en particulier si la demande extérieure est plus faible ou si les prix des produits de base sont moins favorables.



**Graphique 38 : Projection relative à l'inflation mesurée par l'indice de référence**



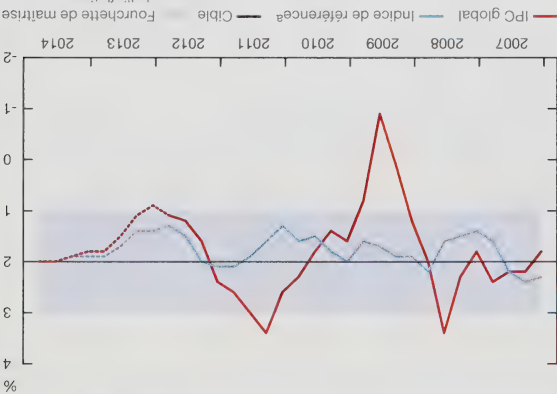
**Graphique 39 : Projection relative à l'inflation mesurée par l'IPC global**



L'incertitude entourant la projection de la Banque en matière d'inflation est illustrée à l'aide de graphiques en éventail. Le Graphique 38 et le Graphique 39 présentent les intervalles de confiance à 50 % et à 90 % relatifs au rythme d'augmentation en glissement annuel de l'indice de référence et de l'IPC global pour la période allant du premier trimestre de 2013 à la fin de 2014.



**Graphique 37 : L'inflation mesurée par l'IPC global devrait se maintenir au-dessous de 2 % jusqu'au second semestre de 2014**  
Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles



a. Indice excluant huit des composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes  
Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

fourchette de maîtrise de l'inflation de 1 à 3 %. Les compilations de Consensus Economics publiées en janvier font état de taux d'augmentation prévus de l'IPC global de 1,8 % pour 2013 et de 2,0 % pour 2014. Les mesures des attentes d'inflation à long terme issues du marché continuent aussi de concorder avec la cible de 2 %.

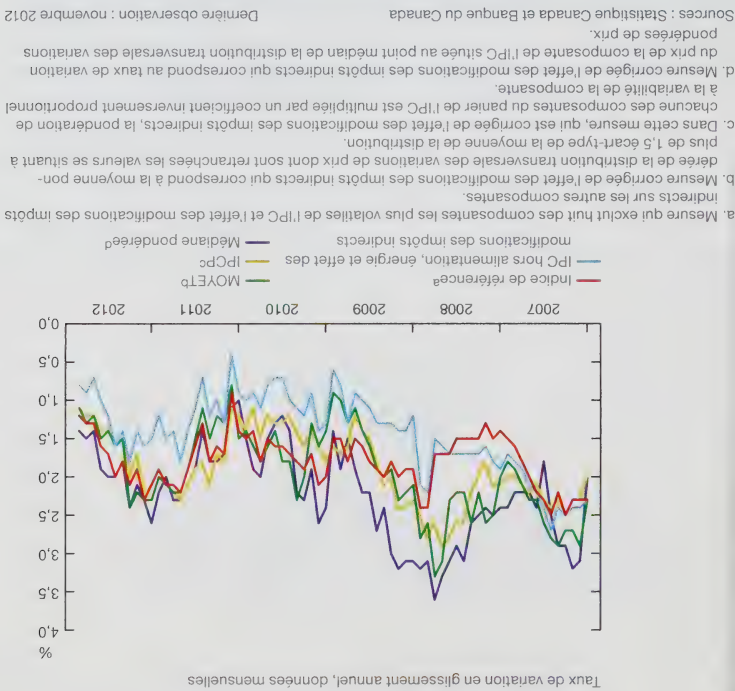
L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait demeurer modérée au cours des prochains trimestres avant de s'élever progressivement pour atteindre 2 % au cours du second semestre de 2014, la marge de capacités inutilisées se résorbant peu à peu et les attentes d'inflation restant bien ancrées (Graphique 37). En outre, on prévoit que la croissance de la rémunération du travail demeurera modeste, suivant en cela les récentes tendances affichées par la progression des salaires (Graphique 27). La projection relative à l'inflation mesurée par l'indice de référence a été revue à la baisse depuis la parution du *Rapport d'octobre*, les capacités excédentaires devant être plus élevées que prévu au sein de l'économie canadienne pendant la majeure partie de la période de projection, et aussi du fait de la persistance escomptée au cours des trimestres à venir des récents chocs des prix relatifs<sup>9</sup>.

L'inflation mesurée par l'IPC global devrait continuer d'avoisiner 1 % à court terme. Étant donné que le profil d'évolution de l'inflation mesurée par l'indice de référence est plus faible et que les cours à terme laissent entrevoir des prix du pétrole similaires à ceux qui avaient été postés en octobre, la Banque prévoit maintenant que l'inflation mesurée par l'IPC global demeurera sensiblement en deçà de la cible de 2 % pendant la majeure partie de l'année à venir, avant de revenir à la cible au second semestre de 2014. La projection de la Banque intègre une réduction de la détente monétaire se réalisant progressivement au cours de la période de projection, de façon compatible avec l'atteinte de la cible d'inflation.

La Banque prévoit maintenant que l'inflation mesurée par l'IPC global demeurera sensiblement en deçà de la cible de 2 % pendant la majeure partie de l'année à venir, avant de revenir à la cible au second semestre de 2014.

9 Comme on le supposait auparavant, les effets indirects associés au rétablissement de la taxe de vente provinciale en Colombie-Britannique devraient avoir une influence mineure sur l'inflation mesurée par l'indice de référence au cours de la période de projection. Voir la livraison d'avril 2012 du *Rapport*.

## Graphique 36 : Les différentes mesures de l'inflation sous-jacente sont passées bien en deçà de 2 %



marquée qu'escompte de l'inflation mesurée par l'indice de référence rend aussi compte de plusieurs situations idiosyncratiques. Ainsi, les prix déclarés des automobiles ont été plus bas ces derniers mois que ne permettaient de le supposer les variations saisonnières habituelles, en raison, en partie, d'une révision apportée dans la méthodologie de Statistique Canada<sup>8</sup>. Un ralentissement plus marqué qu'anticipé des hausses de prix réglementés (comme les prix de l'assurance automobile) a également été observé. Le recul de l'accroissement des prix des aliments et des vêtements, qui tient à l'influence de moins en moins importante des augmentations pas-élévées qu'escompte, reflétant des baisses à la fois dans les cours mondiaux du brut et dans les marges bénéficiaires (Graphique 37).

Les attentes d'inflation demeurent bien ancrées. Dans l'enquête sur les perspectives des entreprises menée cet hiver par la Banque, presque toutes les firmes sondées sont encore d'avis qu'au cours des deux prochaines années, la hausse moyenne des prix se maintiendra à l'intérieur de la

► L'inflation mesurée par l'IPC global a aussi continué de fléchir.

► Les attentes d'inflation demeurent bien ancrées.

8. Alors que précédemment l'introduction des nouveaux modèles de véhicules de l'année dans l'échantillon de l'IPC de Statistique Canada se faisait principalement au mois de novembre, elle est dorénavant répartie plus largement sur l'année, ce qui concorde avec l'évolution des pratiques de l'industrie automobile.

Le fléchissement de l'inflation mesurée par l'indice de référence a été plus prononcé que prévu et il reflète les prix plus bas de toute une gamme de biens et de services.

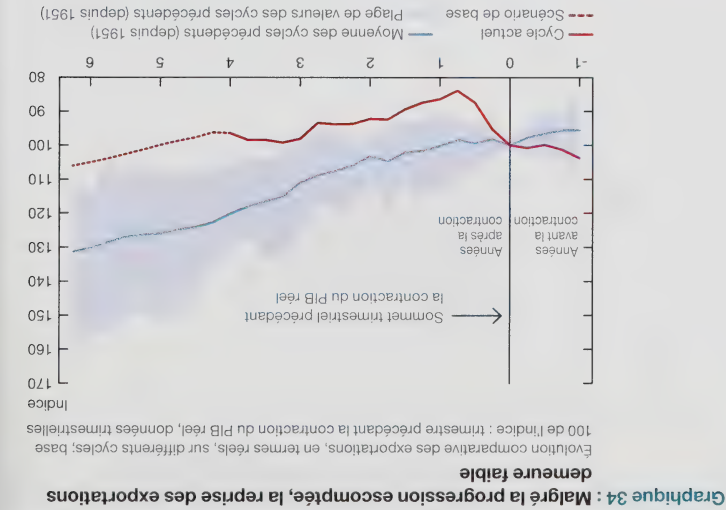
## L'inflation

L'inflation mesurée par l'indice de référence s'est atténuée pour se situer à 1,3 % en moyenne en octobre et novembre, en recul par rapport aux taux moyens de 1,5 % et 2,0 % enregistrés au troisième trimestre et au premier semestre de l'année, respectivement. D'autres mesures de l'inflation fondaméntale affichent également une tendance à la baisse (Graphique 36). Le fléchissement de l'inflation mesurée par l'indice de référence a été plus prononcé que prévu et il reflète les prix plus bas de toute une gamme de biens et de services, ce qui cadre avec l'augmentation inattendue des capacités excédentaires au sein de l'économie canadienne, de même que les pressions concurrentielles accrues chez les détaillants. La faiblesse plus

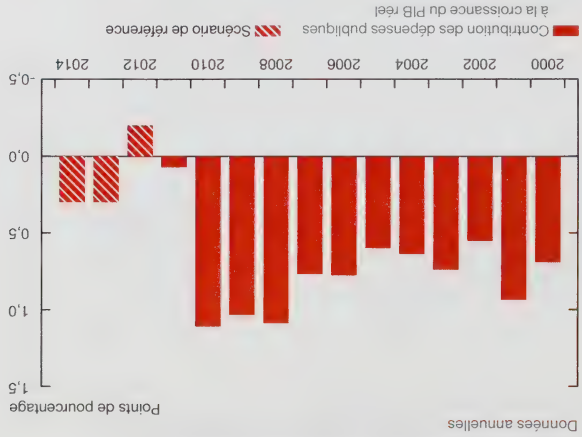
Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada  
Dernière observation : 2012T3



Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada



**Graphique 33 : La contribution des dépenses publiques à la croissance du PIB réel devrait être relativement modeste**



Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

La reprise des exportations nettes devrait demeurer faible, même si la Banque continue d'envisager une certaine amélioration au cours de la période de projection. Les exportations se sont contractées de façon inattendue au second semestre de 2012, sous l'effet du niveau plus bas que prévu de la demande étrangère et aussi de perturbations temporaires dans le secteur de l'énergie. On entrevoit un certain redressement des exportations au cours des trimestres à venir, qui cadre avec la réaccélération anticipée de la mesure de l'activité étrangère. Néanmoins, la croissance des exportations reste plus modeste que celle de l'activité à l'étranger (Graphique 16) étant donné les difficultés qui subsistent sur le plan de la compétitivité, y compris la vigueur persistante du dollar canadien, dont le cours est influencé par les mouvements vers les valeurs refuges et les retombées de la politique monétaire mondiale. Par conséquent, le niveau des exportations canadiennes ne devrait pas revenir à son sommet d'avant la récession avant le second semestre de 2014 (Graphique 34).

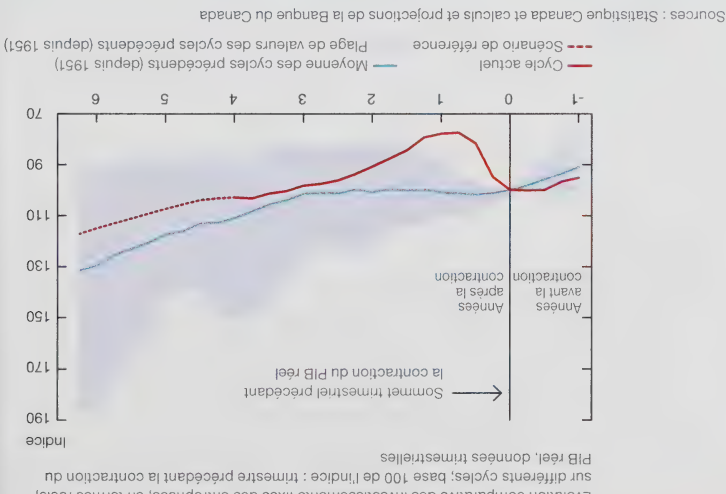
Le profil d'évolution des importations a également été révisé à la baisse, compte tenu de l'assombrissement des perspectives relatives aux investissements des entreprises et aux exportations. Contrairement à ces dernières, le niveau des importations était déjà retourné à son sommet d'avant la récession au premier trimestre de 2011. C'est en partie pourquoi le solde de la balance courante du Canada est passé d'un excédent avant la récession à un déficit d'environ 4 % du PIB (Graphique 35). Ce déficit considérable devrait diminuer graduellement durant la période de projection à la faveur d'une amélioration modeste du solde commercial réel et des termes de l'échange.

Compte tenu de la projection d'évolution du PIB réel exposée ci-dessus, on s'attend à ce que l'économie canadienne tourne à nouveau à plein régime au second semestre de 2014, soit plus tard qu'on ne l'envisageait dans le Rapport d'octobre.

On s'attend à ce que l'économie canadienne tourne à nouveau à plein régime au second semestre de 2014.



**Graphique 32 : Les investissements fixes des entreprises devraient progresser à un rythme inférieur à la moyenne des cycles précédents**



La croissance des investissements fixes des entreprises devrait graduellement reprendre un rythme plus ferme.

Les facteurs qui freinaient la croissance de l'investissement au second semestre de 2012 devraient persister un certain temps.

Les dépenses publiques ne devraient contribuer que modestement à la croissance du PIB réel.

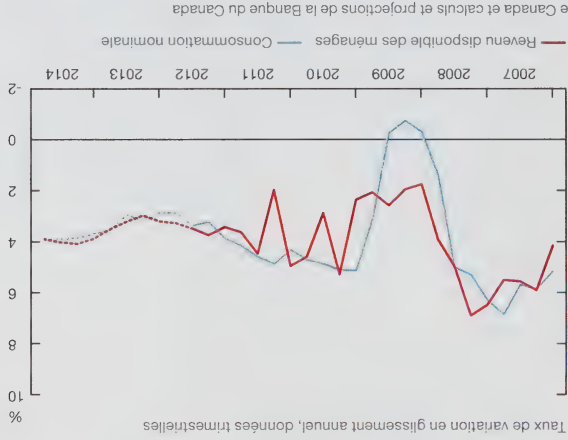
La croissance des investissements fixes des entreprises devrait graduellement reprendre un rythme plus ferme au cours de 2013 (Graphique 32), après avoir affiché une faiblesse inattendue au second semestre de 2012, concentrée principalement dans les activités d'ingénierie liées au secteur énergétique. Les perspectives relatives aux investissements demeurent fondées sur la solidité de la situation financière globale des firmes canadiennes, les conditions de crédit avantageuses, le niveau relativement élevé des prix des produits de base et la vigueur du dollar canadien, de même que sur l'incitation à améliorer la productivité dans un contexte de pressions accrues pour renforcer la compétitivité. Les attentes relatives à un redressement des investissements fixes des entreprises au cours des prochains trimestres sont en outre soutenues par le retour d'un solde des opinions plus positif au sujet des dépenses en machines et matériel, mis en évidence dans l'enquête sur les perspectives des entreprises menée cet hiver par la Banque, par l'accélération des crédits aux entreprises et par les tendances observées récemment dans le nombre de permis de construction de bâtiments industriels et commerciaux. Il n'en reste pas moins que les facteurs qui freinaient la croissance de l'investissement au second semestre de 2012 devraient persister un certain temps, notamment l'incertitude élevée entourant les perspectives de l'économie mondiale, la baisse des prix payés aux producteurs d'énergie canadiens et l'atonie de la demande intérieure. De ce fait, le profil d'évolution des investissements fixes des entreprises est inférieur à ce qu'on entrevoyait en octobre.

Les dépenses publiques ne devraient contribuer que modestement à la croissance du PIB réel durant la période de projection (Graphique 33). Comme en octobre, on prévoit que cette contribution sera beaucoup plus petite que ce qui a été observé normalement par le passé, conformément aux plans d'assainissement des dépenses des gouvernements fédéral et provinciaux.

Le profil d'évolution future des dépenses des ménages continue de refléter la poursuite d'une certaine retenue chez les ménages canadiens, laquelle est liée à leurs niveaux d'endettement élevés.

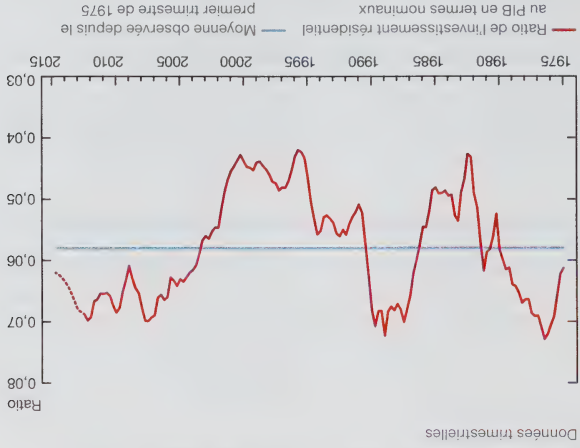
Le profil d'évolution future des dépenses des ménages demeure essentielle- ment le même que dans le *Rapport* d'octobre, bien qu'il soit quelque peu atténué par les termes de l'échange moins favorables et les répercussions qui en découlent sur le revenu et la richesse. Les perspectives établies par la Banque quant à la progression des dépenses des ménages continuent de refléter la poursuite d'une certaine retenue chez les ménages canadiens, laquelle est liée à leurs niveaux d'endettement élevés. La consommation devrait croître à un taux modéré, légèrement inférieur à celui du revenu disponible (Graphique 30), de sorte que le taux d'épargne des particuliers devrait connaître à nouveau une légère hausse. La Banque prévoit que l'investissement résidentiel continuera de se contracter, la part qu'il occupe dans l'ensemble de l'économie diminuant peu à peu au cours de la période de projection (Graphique 31).

**Graphique 30 : La consommation devrait continuer à croître à une cadence modérée**



Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

**Graphique 31 : La part de l'investissement résidentiel dans le PIB devrait diminuer encore par rapport à son niveau élevé**

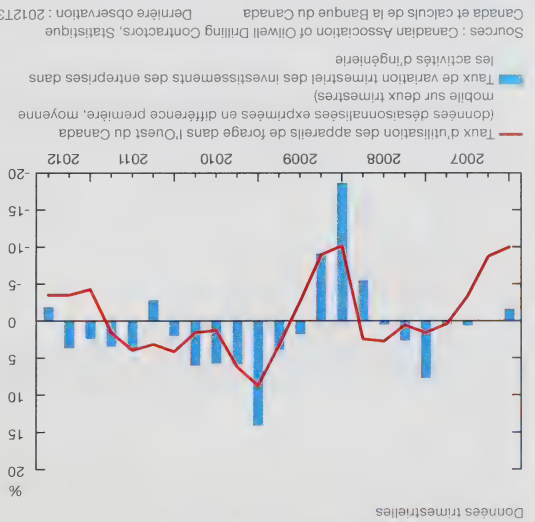


Données trimestrielles

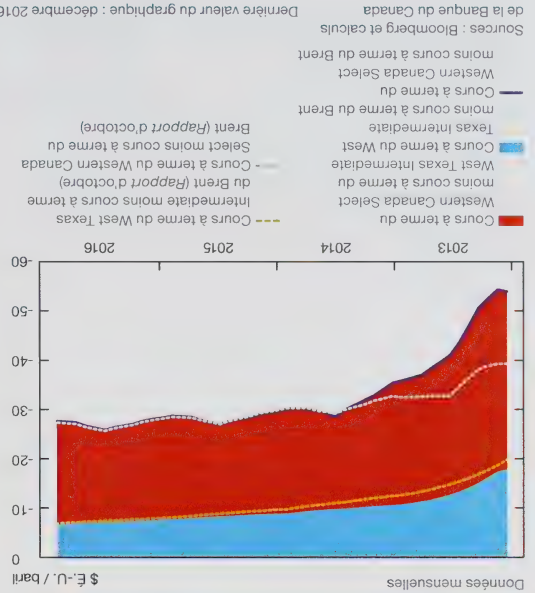
Ratio de l'investissement résidentiel au PIB en termes nominaux

Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

**Graphique 2-B :** Le ralentissement des investissements dans les activités d'ingénierie au Canada est lié au déclin des activités de forage dans l'ouest du pays



**Graphique 2-C :** Les écarts entre les cours du brut lourd canadien (WCS) et les cours mondiaux du brut devraient se rétrécir



tout l'ouest de l'Amérique du Nord.

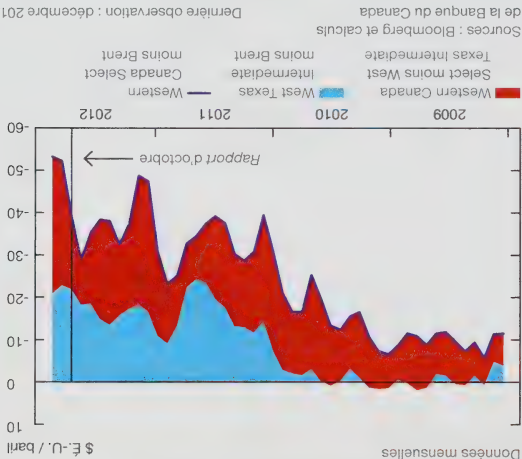
L'accroissement de la capacité de l'oléoduc Seaway au début de janvier et l'achèvement du projet Gulf Coast de TransCanada au deuxième semestre de 2013 devraient permettre de multiplier par sept la capacité de transport entre les installations de stockage de Cushing (Oklahoma) et les raffineries situées le long de la côte américaine du golfe du Mexique<sup>6</sup>, la modernisation d'importantes raffineries du Midwest américain permettra quant à elle de renforcer les capacités de traitement de brut lourd. Ces améliorations au chapitre du transport et du raffinage devraient à moyen terme entraîner une réduction des écarts relatifs au WCS. L'augmentation des capacités de transport ferroviaire à partir du Dakota du Nord et l'entrée en service de nouveaux oléoducs en 2014 devraient contribuer à soulager le réseau de transport, lequel demeurera vraisemblablement sous pression en raison de la croissance continue de l'offre dans tout l'ouest de l'Amérique du Nord<sup>7</sup>.

rapport aux chiffres avancés en octobre. Les perspectives moins favorables à l'égard du WCS que pendant la période de projection, le niveau plus faible des financements publics et le maintien des investissements privés et publics, laissent entrevoir la courbe des cours à terme pouraient également modérer les investissements. Les perspectives moins favorables à l'égard du WCS que pendant la période de projection, le niveau plus faible des financements publics et le maintien des investissements, laissent entrevoir la courbe des cours à terme pouraient également modérer les investissements. Les perspectives moins favorables à l'égard du WCS que pendant la période de projection, le niveau plus faible des financements publics et le maintien des investissements, laissent entrevoir la courbe des cours à terme pouraient également modérer les investissements.

l'industrie augmentera grâce à de nouvelles mises en service et à de nouvelles capacités de raffinage de pétrole brut pour répondre à la demande croissante. Toutefois, la courbe des cours s'ajuste lentement (**Graphe 2-C**). Toutefois, la courbe des cours à terme laisse maintenant présager des écarts plus larges pour le WCS en 2013 et au premier trimestre de 2014 que ceux envisagés dans le Rapport d'octobre. À elle seule, cette dégradation dans les termes de l'échange pour le pétrole ferait reculer le RIB réel de 0,2 % et le PIB réel de 0,1 % en 2013 par

# L'évolution du secteur énergétique canadien et son incidence sur l'économie

**Graphique 2-A : Les écarts entre les cours du brut lourd canadien (WCS) et les cours mondiaux du brut se sont élargis pour atteindre des niveaux records**



L'évolution récente du secteur énergétique canadien a été moins favorable que prévu. Le recul des cours de l'énergie, conjugué à des perturbations temporaires du transport et des installations de production, a freiné l'activité économique ces derniers trimestres, causant une détérioration des termes de l'échange du Canada ainsi qu'un repli des investissements, des exportations et de la production. On estime que ces facteurs ont retranché 0,4 point de pourcentage du taux de croissance annuelle du PIB réel au deuxième semestre de 2012. Le retour à la normale de la production et le rétrécissement graduel des écarts entre les cours du brut devraient faire progresser la croissance du PIB réel de 0,1 point de pourcentage en 2013 et en 2014.

Depuis la parution du *Rapport d'octobre*, l'effet combiné de perturbations passagères et de la congestion persistante des infrastructures de transport a porté les écarts entre les prix touchés par les producteurs canadiens de pétrole brut lourd Western Canada Select (WCS) et les cours des bruts servant de référence en Amérique du Nord, tels que le West Texas Intermédiaire (WTI), à des niveaux records (Graphique 2-A)<sup>2</sup>.

Au cours du deuxième semestre de 2012, les capacités de transport de brut ont été provisoirement restreintes en raison de mesures réglementaires limitant le débit et de l'interruption temporaire des principaux oléoducs reliant le Canada et les États-Unis<sup>3</sup>. De plus, la mise hors service d'importantes raffineries aux États-Unis a réduit la demande de brut canadien, alors que l'offre de brut a connu une hausse momentanée malgré des travaux d'entretien dans des usines de valorisation des sables bitumineux<sup>4</sup>. Parallèlement, l'augmentation soutenue de l'exploitation des sables bitumineux et de la production de brut léger américain n'a pas été accompagnée d'une hausse correspondante de la capacité pipelinrière. Si les cours du WCS se sont repliés, le prix du pétrole brut qu'importe le Canada principalement par l'est du pays, s'est également lié au cours du Brent, est resté élevé. Cette dégradation des termes de l'échange relatifs au pétrole a entraîné une réduction du revenu intérieur brut (RIB) réel au Canada et, par conséquent, un recul des dépenses en biens

- 1 Pour obtenir des précisions sur l'incidence des cours du WCS et des autres cours de référence sur l'économie canadienne, voir l'Encadré 1 du *Rapport* d'avril 2012.
- 2 Les cours du pétrole brut synthétique et des autres bruts légers canadiens ont généralement évolué de pair avec ceux du brut de référence WTI. Leur incidence se trouve prise en compte dans l'indice des prix des produits de base de la Banque du Canada au travers des prix du WTI.
- 3 Certains tronçons d'un important réseau d'oléoducs reliant le Canada et les États-Unis ont été visés par des dispositions réglementaires limitant leur capacité par mesure de précaution.
- 4 Les méthodes de valorisation utilisées par les sociétés concernées permettent la production d'une petite quantité de brut lourd durant les mises hors service.

Les cours plus faibles du WCS, associés aux prix historiquement bas du gaz naturel et à l'incertitude accrue entourant les perspectives d'évolution de la demande mondiale, ont aussi contribué au récent ralentissement marqué des investissements dans les activités d'ingénierie au Canada (Graphique 2-B). Dans l'ouest du pays, les activités de forage ont été freinées au deuxième semestre de 2012, étant donné la baisse des flux de trésorerie des entreprises et les difficultés d'accès aux marchés de capitaux des nouveaux joueurs et des producteurs intermédiaires.

Des travaux d'entretien imprévus dans le secteur des sables bitumineux et la mise hors service de plateformes de forage en mer à Terre-Neuve-et-Labrador ont également restreint la production canadienne de brut au troisième trimestre de 2012. On estime que l'effet conjugué de ces perturbations a soustrait 0,9 point de pourcentage à la croissance du PIB réel au troisième trimestre de 2012 et au premier trimestre de 2013.

Au cours de la prochaine année, les écarts relatifs au WCS devraient graduellement se rétrécir, à mesure que l'effet des

(suite à la page suivante)

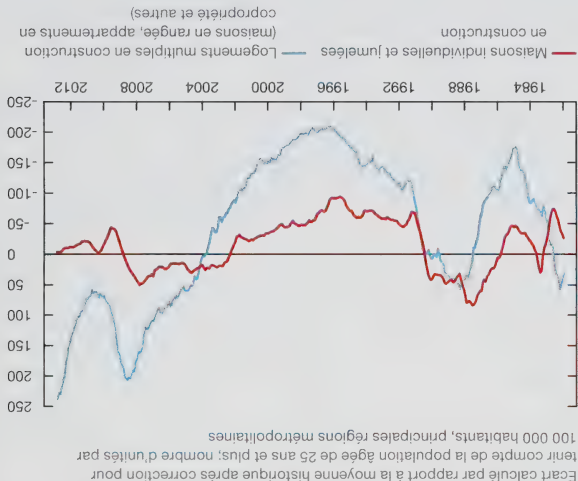


Tableau 3 : Résumé des projections relatives à l'économie canadienne selon le scénario de référence<sup>a</sup>

	2011				2012				2013				2014			
	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3
PIB réel (taux de variation trimestriel annualisé)	2,1	1,7	1,7	1,0	1,0	2,3	2,7	2,9	2,9	2,8	2,8	2,8	2,5	2,3	2,2	2,2
PIB réel (taux de variation en glissement annuel)	2,4	2,2	2,8	1,5	1,2	1,4	1,6	2,2	2,7	2,8	2,8	2,7	2,6	2,6	2,7	2,6
Indice de référence (taux de variation en glissement annuel)	(2,4)	(2,2)	(2,9)	(1,7)	(1,8)	(2,0)	(2,2)	(2,5)	(2,5)	(2,4)	(2,3)	(2,2)	(2,2)	(2,2)	(2,2)	(2,2)
IPC global (taux de variation en glissement annuel)	(2,1)	(2,1)	(2,0)	(1,5)	(1,6)	(1,7)	(1,8)	(2,1)	(2,1)	(2,1)	(2,0)	(2,0)	(2,0)	(2,0)	(2,0)	(2,0)
IPC global hors effet de la TVH et des modifications d'autres impôts indirects (taux de variation en glissement annuel)	2,6	2,4	1,6	1,2	1,1	0,9	1,1	1,5	1,8	1,8	1,9	1,9	2,0	2,0	2,0	2,0
IPC global hors effet de la TVH et des modifications d'autres impôts indirects (taux de variation en glissement annuel)	(2,6)	(2,4)	(1,6)	(1,2)	(1,5)	(1,4)	(1,7)	(2,0)	(2,0)	(2,0)	(2,0)	(2,0)	(2,0)	(2,0)	(2,0)	(2,0)
WTI <sup>b</sup> (niveau)	94	103	93	92	88	94	95	95	95	94	93	92	92	(91)	102	(101)
Brent <sup>b</sup> (niveau)	109	118	109	109	110	111	109	108	106	104	103	92	92	101	102	(101)

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario de référence présenté dans la livraison d'octobre 2012 du Rapport sur la politique monétaire. Les hypothèses relatives aux cours des pétroles bruts West Texas Intermediat et Brent (en \$ E.-U., le baril) se fondent sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines terminée le 18 janvier 2013.

Graphique 29 : La construction d'immeubles à logements multiples demeure à un niveau élevé, malgré des signes de surconstruction



Sources : Société canadienne d'hypothèques et de logement, Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : novembre 2012

quelque 225 000 logements durant une bonne partie de 2012 à environ 200 000 en novembre et en décembre. Cependant, la construction résidentielle demeure encore supérieure à la demande liée à l'évolution démographique, laquelle est estimée autour de 185 000 logements, alors que le fort niveau d'activité actuel dans le secteur de la construction, en particulier des immeubles à logements multiples dans certaines régions, demeure un indice de surconstruction (Graphique 29). Malgré une certaine mollesse des prix des maisons, les prix affichés dans certains segments du marché du logement sont encore relativement élevés.

Graphique 28 : La croissance du PIB réel devrait augmenter jusqu'à la fin de 2013

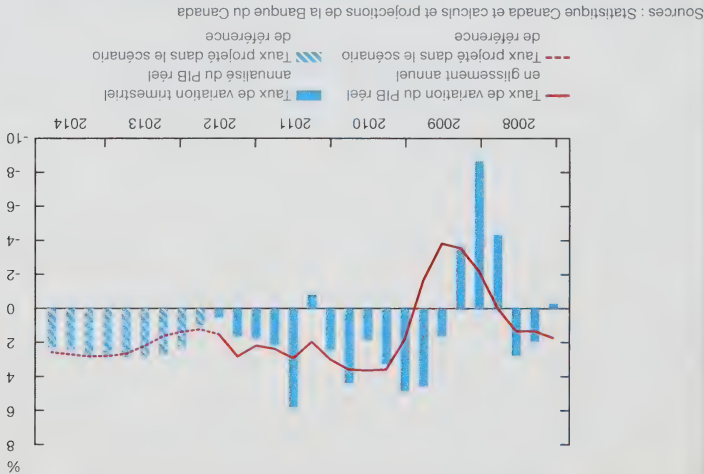


Tableau 2 : Contribution à la croissance annuelle moyenne du PIB réel

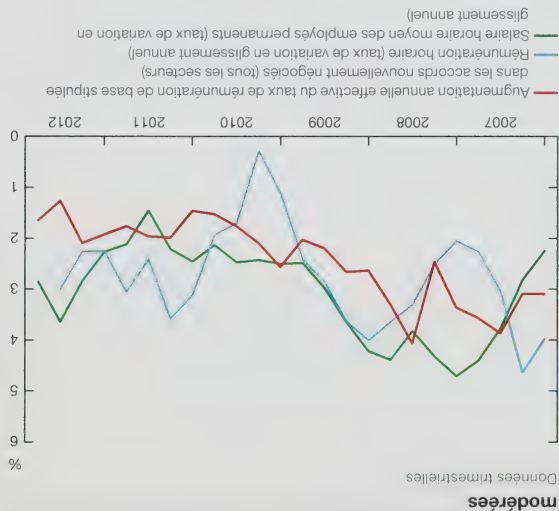
	2011	2012	2013	2014
Consommation	1,4 (1,4)	1,1 (1,0)	1,1 (1,2)	1,3 (1,2)
Logement	0,1 (0,1)	0,4 (0,3)	-0,1 (-0,1)	-0,1 (-0,1)
Administrations publiques	0,1 (0,1)	-0,2 (-0,2)	0,3 (0,3)	0,3 (0,3)
Investissements fixes	1,2 (1,2)	0,6 (0,7)	0,5 (0,7)	0,9 (0,7)
<b>Total partiel : demande intérieure finale</b>	<b>2,7 (2,7)</b>	<b>1,9 (1,8)</b>	<b>1,8 (2,1)</b>	<b>2,4 (2,1)</b>
Exportations	1,4 (1,4)	0,4 (0,8)	0,6 (1,0)	1,5 (1,6)
Importations	-1,8 (-1,8)	-0,8 (-0,7)	-0,5 (-0,8)	-1,2 (-1,3)
<b>Total partiel : exportations nettes</b>	<b>-0,4 (-0,4)</b>	<b>-0,4 (0,1)</b>	<b>0,1 (0,2)</b>	<b>0,3 (0,3)</b>
Stocks	0,3 (0,3)	0,4 (0,3)	0,1 (0,0)	0,0 (0,0)
PIB	2,6 (2,6)	1,9 (2,2)	2,0 (2,3)	2,7 (2,4)
<b>Production potentielle</b>	<b>1,6 (1,6)</b>	<b>2,0 (2,0)</b>	<b>2,1 (2,1)</b>	<b>2,2 (2,2)</b>
Revenu intérieur brut réel	3,7 (3,7)	1,5 (1,5)	2,1 (2,8)	2,9 (2,6)

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario de référence présenté dans la livraison d'octobre 2012 du Rapport sur la politique monétaire. Les données relatives à la production potentielle proviennent de l'Encadré 2 de cette même livraison.

Les dépenses des ménages ont progressé à une cadence modérée au second semestre de 2012, ce qui est en gros conforme aux attentes. La consommation s'est redressée après avoir accusé de la faiblesse pendant la première moitié de l'année, sous l'effet d'un rebond des achats de véhicules automobiles et d'une hausse de la croissance des dépenses des consommateurs canadiens à l'étranger. Les investissements dans le logement ont toutefois commencé à se replier après avoir enregistré des niveaux historiquement élevés. Les ventes de maisons existantes ont chuté, à cause notamment des mesures prises par les autorités fédérales. Les mises en chantier, qui affichaient de très hauts niveaux ont aussi fléchi, passant de

Les investissements dans le logement ont commencé à se replier après avoir historiquement élevés.

**Graphique 27 : Les hausses de la rémunération du travail ont été globalement**



## L'économie réelle

La Banque prévoit que la croissance de l'économie canadienne gagnera en vigueur cette année. La consommation devrait croître à une cadence modérée et les investissements fixes des entreprises devraient s'accélérer.

Les exportations nettes, qui avaient ralenti la croissance de façon inattendue en 2012, apporteront une contribution positive à l'expansion du PIB en 2013 et 2014.

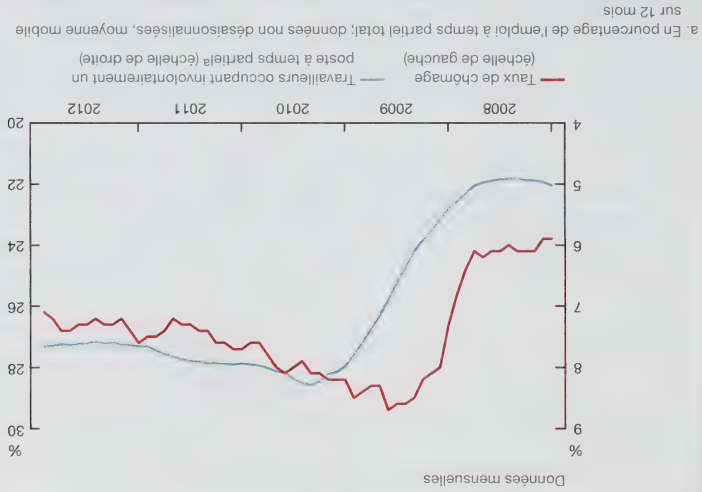
Le PIB réel devrait progresser, en moyenne annuelle, de 2,0 % en 2013, en légère hausse par rapport au taux de 1,9 % enregistré en 2012. Compte tenu de l'augmentation prévue du rythme de croissance trimestriel durant 2013, la Banque projette un taux de croissance annuel moyen de 2,7 % en 2014 (Tableau 3). Pendant la majeure partie de la période de projection, le niveau de l'activité économique devrait être inférieur à ce qu'on envisageait dans le *Rapport* d'octobre. La demande intérieure finale a été revue à la baisse, principalement en raison des effets négatifs qu'ont eus sur les investissements fixes des entreprises à la fois l'incertitude plus tenace entourant les perspectives économiques mondiales et les termes de l'échange moins favorables (Encadré 2). Le profil des exportations a aussi été abaissé par rapport à la projection d'octobre, par suite de la révision à la baisse de l'activité à l'étranger, les importations étant toutefois également plus faibles qu'anticipé auparavant.

À l'inverse, les indicateurs du marché du travail, plus globalement, ne vont pas dans le sens d'une augmentation de la marge de capacités inutilisées au sein de l'économie canadienne au cours des derniers trimestres. Des gains appréciables ayant été réalisés au chapitre de l'emploi, le taux de chômage s'est légèrement replié ces derniers mois, pour se situer à un niveau qui concorde avec un modeste excédent des capacités de production (Graphique 26). La durée moyenne du chômage et le pourcentage de travailleurs occupant involontairement un emploi à temps partiel sont néanmoins demeurés à des niveaux élevés, tandis que le nombre moyen d'heures travaillées reste relativement bas. La progression des salaires est également demeurée modérée, ce qui cadre avec la persistance d'une marge de ressources inutilisées sur le marché du travail (Graphique 27).

Dans l'ensemble, la Banque est d'avis que l'économie tournerait à environ 1 % en deçà de son plein potentiel au quatrième trimestre de 2012, soit une marge de capacités excédentaires plus importante que ce qu'elle anticipait en octobre.

Dans l'ensemble, la Banque est d'avis que l'économie tournerait à environ 1 % en deçà de son plein potentiel au quatrième trimestre de 2012.

**Graphique 26 : Les indicateurs du marché du travail donnent à penser que les capacités de production sont excédentaires**



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : décembre 2012



## L'estimation des pressions sur la capacité de l'économie

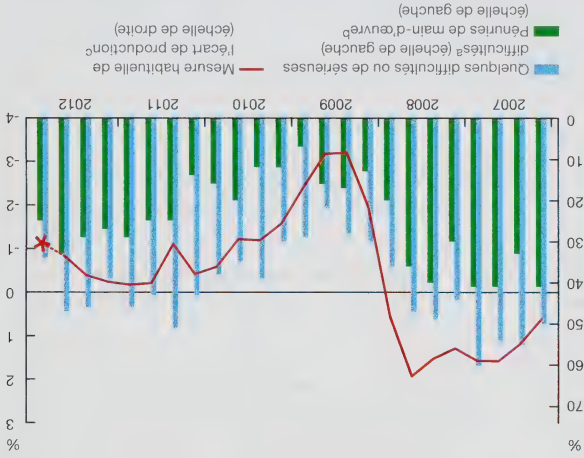
Divers indicateurs portent à conclure à une hausse des capacités excédentaires au cours du second semestre de 2012. La croissance du PIB réel a ralenti un peu plus qu'anticipé pour s'établir à 0,6 % au troisième trimestre et, selon les estimations, se situait à 1,0 % au quatrième trimestre, soit un chiffre nettement au-dessous de celui avancé en octobre. Les exportations et les investissements fixes des entreprises ont été particulièrement faibles, une hausse étonnamment marquée des investissements en stocks ayant néanmoins exercé un certain effet compensateur. C'est essentiellement pour ce motif que le PIB réel à la fin de l'année 2012 était inférieur de 0,6 % aux prévisions du *Rapport* d'octobre. Conformément à cette dynamique, la mesure dont se sert habituellement la Banque pour calculer l'écart de production fait ressortir un creusement de celui-ci, qui est passé à -1,1 % au quatrième trimestre de 2012 (Graphique 25).

Les réponses recueillies dans le cadre de l'enquête de l'hiver sur les perspectives des entreprises laissent également supposer une hausse récente de la marge de capacités inutilisées. La proportion de firmes qui auraient du mal à faire face à une augmentation inattendue de la demande a fortement baissé, à partir toutefois d'un niveau qui avoisinait sa moyenne historique ces derniers trimestres. Le pourcentage de firmes signalant une pénurie de main-d'œuvre a aussi diminué, pour s'établir à un niveau bien en deçà de sa moyenne historique.

Divers indicateurs portent à conclure à une hausse des capacités excédentaires au cours du second semestre de 2012.

Les exportations et les investissements fixes des entreprises ont été particulièrement faibles.

Graphique 25 : L'offre excédentaire s'est accrue



■ Quelques difficultés ou de sérieuses difficultés<sup>a</sup> (échelle de gauche)  
■ Pénuries de main-d'œuvre<sup>b</sup> (échelle de gauche)  
— l'écart de production<sup>c</sup> (échelle de droite)  
— Mesure habituelle de l'écart de production<sup>c</sup> (échelle de droite)

- Réponses à la question relative aux pressions sur la capacité de production, dans l'enquête sur les perspectives des entreprises. Pourcentage des entreprises ayant indiqué qu'elles auraient quelques difficultés ou de sérieuses difficultés à répondre à une hausse inattendue de la demande ou des ventes.
- Réponses à la question relative aux pénuries de main-d'œuvre, dans l'enquête citée précédemment. Pourcentage des entreprises ayant déclaré souffrir d'une pénurie de main-d'œuvre qui restreint leur capacité de répondre à la demande.
- Différence entre la production observée et la production potentielle estimée selon la mesure qu'utilise habituellement la Banque du Canada. La valeur estimée de l'écart pour le quatrième trimestre de 2012 (indiquée par l'étoile) se fonde sur une augmentation prévue de la production de 1,0 % (en rythme annuel) pour ce trimestre.

Source : Banque du Canada

Dernière observation : 2012T4



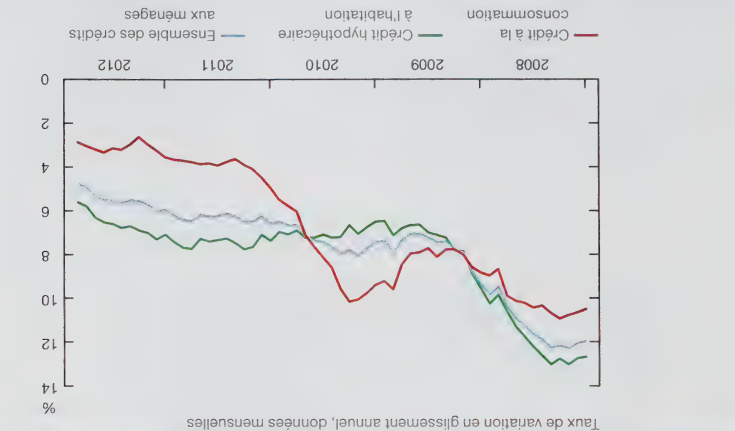
La Banque s'attend à ce que le taux d'accroissement tendanciel des crédits aux ménages fléchisse encore, le ratio de la dette au revenu se stabilisant près des niveaux actuels.

Le crédit reste très accessible aux ménages, les taux d'emprunt avoisinant des creux records. La croissance des crédits aux ménages a néanmoins ralenti, passant d'environ 5,5 % durant une bonne partie de 2012 à un peu plus de 3 % au cours de la période de trois mois se terminant en novembre (Graphique 23). Ce taux, le plus bas depuis 1999, tient à un ralentissement de l'expansion tant du crédit hypothécaire à l'habitation que du crédit à la consommation.

Un certain nombre de facteurs ont contribué à la tendance au ralentissement de la croissance des crédits aux ménages, cette dernière se chiffrant à un peu moins de 5 % en glissement annuel après avoir atteint un sommet de plus de 12 % en 2008 (Graphique 24). Ces facteurs comprennent notamment les conséquences du développement de l'activité sur le marché du logement, à la faveur de l'amélioration des conditions d'accès à la propriété, les effets cumulatifs des changements apportés aux règles de l'assurance hypothécaire et le resserrement des lignes directrices en matière de souscription de prêts hypothécaires<sup>7</sup>, de même qu'une meilleure appréciation, de la part des consommateurs, des dangers associés à un niveau d'endettement élevé. En dépit du ralentissement récent, les crédits aux ménages ont tout de même augmenté un peu plus rapidement que le revenu disponible au troisième trimestre, entraînant ainsi une nouvelle hausse du ratio global de la dette au revenu des ménages, lequel a atteint 165 %. La Banque s'attend à ce que le taux d'accroissement tendanciel des crédits aux ménages fléchisse encore, le ratio de la dette au revenu se stabilisant près des niveaux actuels.

Malgré le niveau toujours élevé d'incertitude entourant les perspectives économiques mondiales et la préférence connexe pour la liquidité, la croissance des agrégats monétaires au sens étroit a ralenti considérablement ces derniers mois, ce qui coïncide avec la faible expansion du PIB enregistrée au second semestre de 2012. Le rythme de progression des agrégats monétaires au sens large a aussi diminué, ce qui cadre avec des pressions inflationnistes modérées envisagées pour la période à venir.

**Graphique 24 : Le taux d'accroissement tendanciel des crédits aux ménages a fléchi**

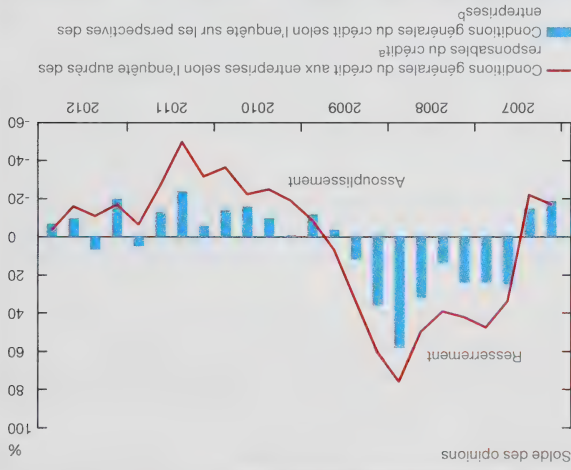


7 Voir la livraison de décembre 2012 de la *Revue du système financier* (en particulier l'Encadré 2) pour une analyse des modifications dont ont récemment fait l'objet les règles applicables aux prêts hypothécaires assurés bénéficiant de la garantie de l'État, ainsi que des changements apportés aux lignes directrices publiées par le Bureau du surintendant des institutions financières sur les principes de souscription de prêts hypothécaires résidentiels.

L'augmentation de la progression des crédits aux entreprises s'explique en partie par des facteurs passagers.

Vu les conditions de financement très favorables pour les firmes du pays, le rythme de la croissance de l'ensemble des crédits aux entreprises s'est hissé bien au-dessus de sa moyenne historique (Graphique 23). Si ce résultat concorde avec un retour à une expansion plus rapide des investissements fixes des entreprises, l'augmentation de la progression des crédits aux entreprises s'explique en partie par des facteurs passagers, dont un accroissement des besoins en fonds de roulement lié à une hausse des stocks et le refinancement anticipé des emprunts des sociétés à des taux d'intérêt avantageux.

**Graphique 22 : Les conditions d'octroi des prêts aux entreprises canadiennes n'ont guère changé ces derniers mois**



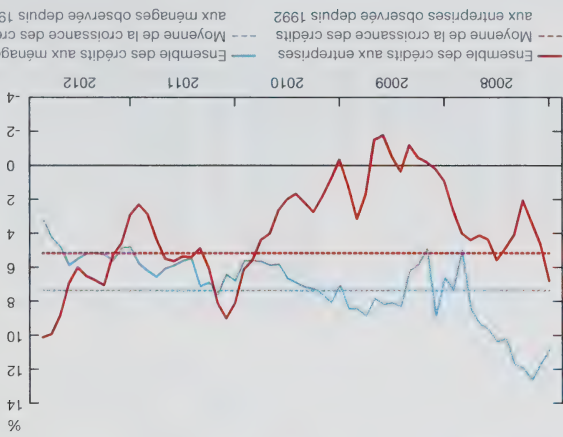
a. Différence entre le pourcentage pondéré des institutions financières qui font état d'un resserrement et le pourcentage pondéré de celles qui signalent un assouplissement  
b. Différence entre le pourcentage des entreprises qui font état d'un resserrement et le pourcentage de celles qui signalent un assouplissement

Source : Banque du Canada

Dernière observation : 2012T4

**Graphique 23 : La croissance des crédits aux entreprises s'est accrue celle des crédits aux ménages a ralenti tandis que**

Taux de variation sur trois mois annualisé



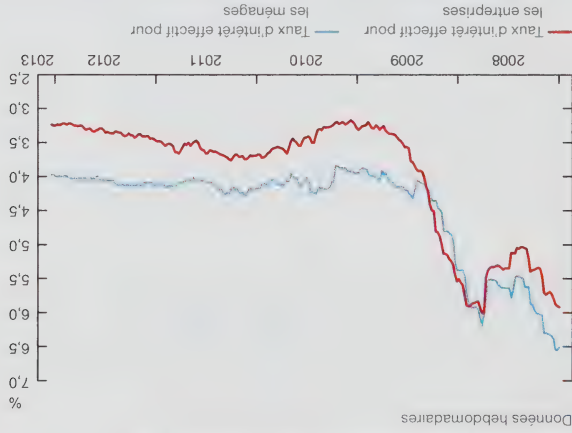
Source : Banque du Canada

Dernière observation : novembre 2012

Les banques canadiennes sont toujours en bonne posture pour accorder des prêts, puisqu'elles peuvent facilement se procurer des fonds, en dollars canadiens comme en monnaies étrangères, à un coût avantageux sur l'ensemble des échéances. Les résultats de la plus récente enquête menée par la Banque auprès des responsables du crédit, conjugués au solde des opinions des firmes canadiennes sondées dans le cadre de son enquête de l'hiver sur les perspectives des entreprises (voir, dans les deux cas, la rubrique « Périodiques », sous « Publications et recherches », dans le site Web de la Banque), portent à croire que les conditions d'octroi de prêts aux entreprises ont peu changé ces derniers mois, après une période d'assouplissement quasi ininterrompue depuis les derniers mois de 2009

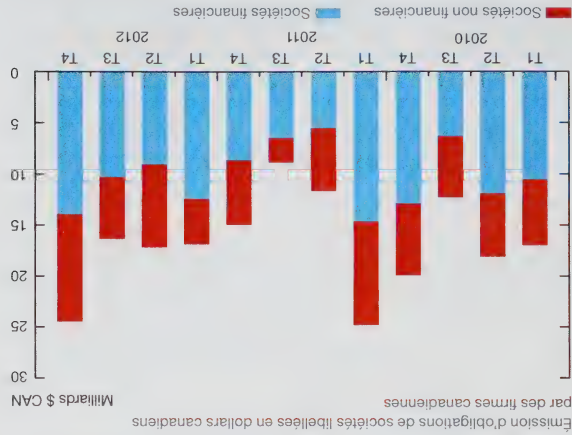
(Graphique 22).

**Graphique 20 : Les coûts d'emprunt des entreprises et des ménages demeurent à des niveaux exceptionnellement bas**



Nota : Pour de plus amples renseignements sur ces séries, consulter le site <http://credit.banqueducanada.ca/conditionsfinancieres>.  
Source : calculs de la Banque du Canada  
Dernière observation : 18 janvier 2013

**Graphique 21 : Le volume d'émissions obligataires des sociétés canadiennes a augmenté**



Source : Banque du Canada  
Dernière observation : 2012T4

La Banque prévoit un retour à un rythme de croissance supérieur à celui de la production potentielle au cours de 2013.

La Banque prévoit un retour à un rythme de croissance supérieur à celui de la production potentielle au cours de 2013.

L'inflation mesurée par l'IPC global devrait continuer d'avoisiner 1 % à court terme avant de remonter graduellement, tout comme l'inflation mesurée par l'indice de référence, à la cible de 2 % au second semestre de 2014.

## Les conditions financières

Avec pour toile de fond des conditions financières mondiales qui se sont encore un peu améliorées, l'offre et le coût du crédit aux entreprises et aux ménages canadiens demeurent très avantageux (Graphique 20) et four-

nissent un soutien continu important à l'expansion économique. Les marchés financiers canadiens sont restés vigoureux ces derniers mois. Les rendements des obligations d'État et de sociétés du Canada se sont maintenus à des niveaux exceptionnellement bas, à cause notamment de la demande internationale soutenue de titres des gouvernements, des banques et des sociétés du pays, signe que la qualité de crédit de ces instruments est jugée élevée selon les critères mondiaux. Dans ce contexte, le volume d'émissions obligataires des sociétés a augmenté ces derniers mois, et les émissions pour l'ensemble de l'année 2012 ont atteint leur niveau le plus élevé depuis 2007 (Graphique 21). De plus, l'indice composite S&P/TSX est demeuré ferme depuis la parution du *Rapport* d'octobre, après avoir enregistré des gains notables durant les mois d'été, et la volatilité a été relativement faible.

Les marchés financiers canadiens sont restés vigoureux ces derniers mois. Les rendements des obligations d'État et de sociétés du Canada se sont maintenus à des niveaux exceptionnellement bas, à cause notamment de la demande internationale soutenue de titres des gouvernements, des banques et des sociétés du pays, signe que la qualité de crédit de ces instruments est jugée élevée selon les critères mondiaux. Dans ce contexte, le volume d'émissions obligataires des sociétés a augmenté ces derniers mois, et les émissions pour l'ensemble de l'année 2012 ont atteint leur niveau le plus élevé depuis 2007 (Graphique 21). De plus, l'indice composite S&P/TSX est demeuré ferme depuis la parution du *Rapport* d'octobre, après avoir enregistré des gains notables durant les mois d'été, et la volatilité a été relativement faible.

La Banque prévoit que l'économie canadienne renouera avec un rythme de croissance supérieur à celui de la production potentielle au cours de 2013, à la faveur notamment d'une remontée des investissements fixes des entreprises et des exportations. Le niveau projeté de ces dernières devrait néanmoins demeurer en deçà de son sommet d'avant la récession jusqu'au second semestre de 2014, en raison du faible niveau de la demande étrangère et des défis qui se posent sur le plan de la compétitivité, y compris la vigueur persistante du dollar canadien. La consommation devrait continuer de progresser à une cadence modérée, alors que l'investissement résidentiel est toujours appelé à reculer par rapport aux niveaux historiquement élevés qu'il a atteints. La Banque s'attend à ce que le taux d'accroissement tendanciel des crédits aux ménages fléchisse encore, le ratio de la dette au revenu se stabilisant près des niveaux actuels.

La Banque est encore d'avis que la croissance du PIB réel rebondira, mais l'activité économique au Canada devrait être plus contenue que ce qui avait été projeté dans le *Rapport* d'octobre. En conséquence, elle prévoit maintenant que l'économie se remettra à tourner à plein régime seulement au second semestre de 2014.

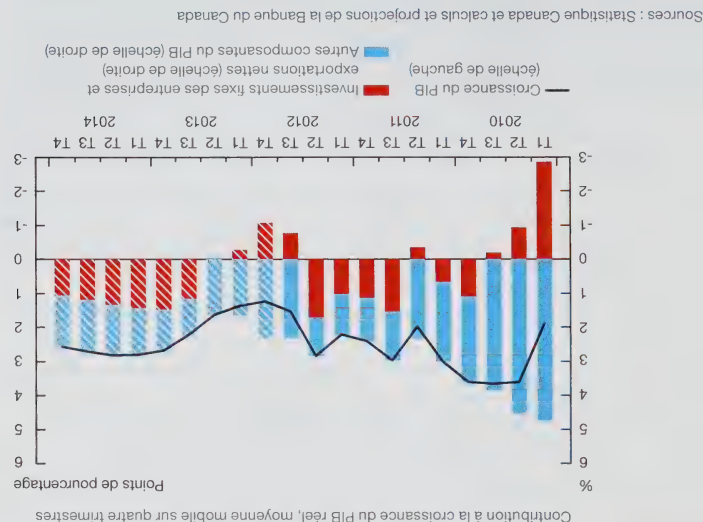
L'inflation mesurée par l'indice de référence a fléchi plus que la Banque ne l'avait envisagé. Les pressions exercées sur les prix de toute une gamme de biens et de services ont été moins marquées que prévu, ce qui cadre avec la hausse inattendue de la marge de capacités inutilisées au sein de l'économie canadienne et l'intensification des pressions concurrentielles chez les détaillants. L'inflation mesurée par l'IPC global a aussi été plus basse qu'anticipé, en raison de l'évolution de l'inflation mesurée par l'indice de référence et des prix de l'essence moins élevés qu'escamoté. L'inflation mesurée par l'IPC global devrait continuer d'avoisiner 1 % à court terme avant de remonter graduellement, tout comme l'inflation mesurée par l'indice de référence, à la cible de 2 % au second semestre de 2014, l'économie retournant à son plein potentiel et les attentes d'inflation restant bien ancrées. Cette projection en matière d'inflation est plus faible que dans le *Rapport* d'octobre, du fait d'une offre excédentaire plus élevée dans l'économie canadienne sur la majeure partie de la période projetée, ainsi que de la persistance attendue au cours des trimestres à venir des récents chocs de prix relatifs.

Les marchés financiers canadiens sont restés vigoureux. Le volume d'émissions obligataires des sociétés a atteint son niveau le plus élevé depuis 2007.



Le ralentissement de l'économie canadienne observé au second semestre de 2012 a été plus prononcé que la Banque ne l'avait anticipé au moment de la publication du *Rapport d'octobre*. En particulier, les exportations et les investissements fixes des entreprises ont été plus faibles (Graphique 19), sous l'influence de facteurs intérieurs et extérieurs. Bien que les risques extrêmes à l'échelle mondiale aient diminué, la demande étrangère a été plus modérée que prévu. Parallèlement, les prix moins favorables payés aux producteurs d'énergie canadiens, combinés au niveau toujours élevé d'incertitude, ont eu pour effet de ralentir la croissance de la demande intérieure finale. Comme on s'y attendait, les ménages canadiens ont fait preuve d'une plus grande prudence à l'égard de leurs dépenses.

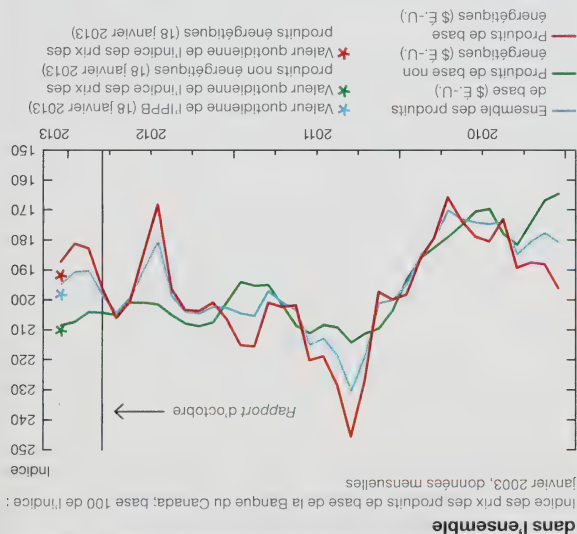
**Graphique 19 : Les investissements fixes des entreprises et les exportations nettes devraient rebondir, après avoir connu un récent tassement**



Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada



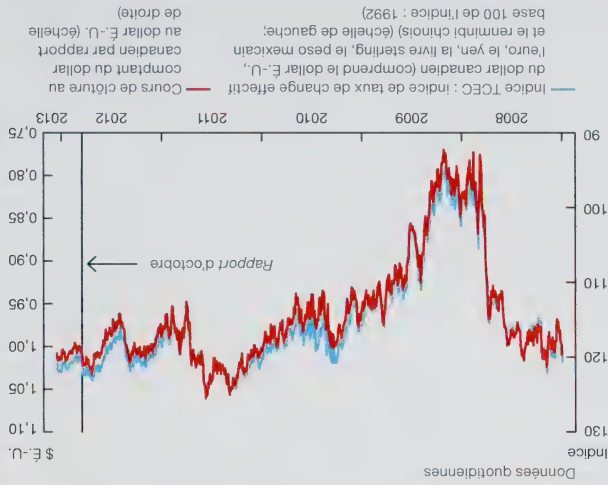
**Graphique 17 : L'indice des prix des produits de base de la Banque a peu changé dans l'ensemble**



## Le dollar canadien

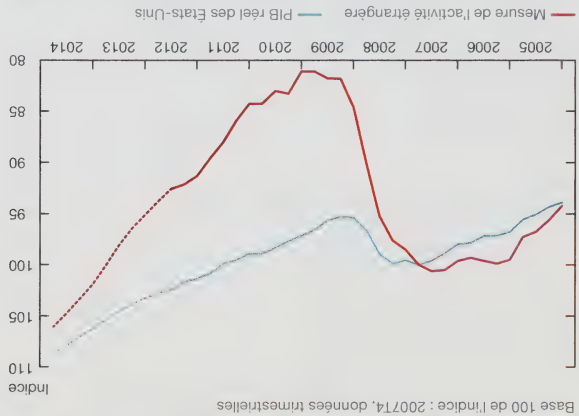
Le cours du dollar canadien a évolué à l'intérieur d'une fourchette relative étroite depuis la parution du *Rapport d'octobre*, se situant en moyenne à 101 cents E.-U. (Graphique 18), comme postulé en octobre. La Banque fait l'hypothèse qu'il se maintiendra à ce niveau durant la période projetée.

**Graphique 18 : Le cours du dollar a évolué à l'intérieur d'une fourchette relativement étroite**



La Banque fait l'hypothèse que le cours du dollar canadien se maintiendra à 101 cents E.-U. durant la période projetée.

**Graphique 16 : La mesure de l'activité étrangère devrait s'accroître à un rythme supérieur à celui du PIB réel des États-Unis**



Sources : Bureau of Economic Analysis des États-Unis et calculs et projections de la Banque du Canada

► La mesure de l'activité étrangère devrait s'accroître.

► L'indice des prix des produits de base de la Banque du Canada n'a guère varié depuis la mi-octobre.

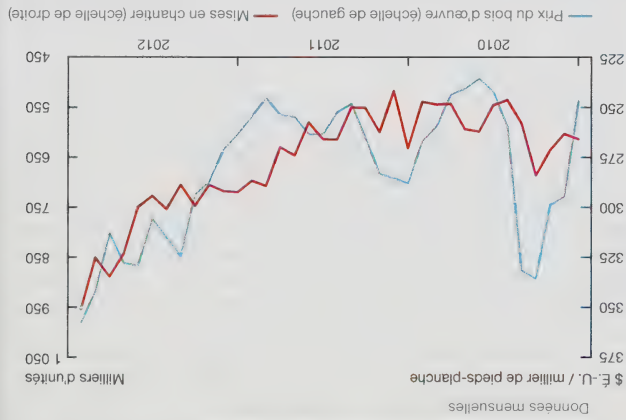
faible dans le secteur du logement aux États-Unis<sup>6</sup>. Sous l'effet d'un redressement dans ce secteur et d'une hausse des investissements des entreprises, la mesure de l'activité étrangère devrait s'accroître, et ce, à un rythme supérieur à celui du PIB des États-Unis (Graphique 16). Compte tenu de la révision à la baisse des projections relatives aux investissements fixes des entreprises dans ce pays, le niveau de la demande extérieure de biens canadiens devrait rester inférieur aux attentes qu'on avait au moment de la publication du *Rapport* d'octobre.

Même si les cours du pétrole WTI ont augmenté, l'indice des prix des produits de base de la Banque du Canada (IPPB) n'a guère varié depuis la mi-octobre, le repli marqué des prix touchés par les producteurs canadiens de pétrole brut lourd venant contrebalancer la vive hausse des prix des produits forestiers (Graphique 17). Les contraintes liées aux capacités pétrolières et aux mises hors service de raffineries ont fait reculer le cours du Western Canada Select (WCS) de 78 dollars É.-U. le baril à un peu moins de 60 dollars É.-U. Ces évolutions ont exercé des pressions sur les termes de l'échange du Canada et le revenu intérieur brut réel, et ont contribué au récent ralentissement des investissements dans les activités d'ingénierie au Canada (Encadré 2, page 27).

L'IPPB devrait s'accroître de façon modeste durant la période projetée, à la faveur d'une augmentation des cours du WCS consécutive à l'atténuation des contraintes de capacité touchant les pipelines et les raffineries. Le renchérissement graduel du gaz naturel et des métaux communs et de nouvelles hausses des prix des produits forestiers devraient aussi contribuer à faire grimper l'IPPB. Toutefois, comme les cours attendus du pétrole produit au pays sont plus faibles, l'IPPB devrait rester sous le niveau anticipé au moment de la publication du *Rapport* d'octobre pendant presque toute la période de projection.

6 La mesure de l'activité étrangère n'a regagné que 60 % du terrain perdu durant la récession de 2008-2009. Cette mesure reflète la composition de la demande intérieure finale privée aux États-Unis et l'activité économique d'autres pays en fonction de leur importance dans les échanges commerciaux du Canada.

**Graphique 15 : La reprise observable dans le secteur américain du logement favorise la hausse des prix du bois d'œuvre**



Nota : Les prix du bois d'œuvre correspondent à ceux de planches de 2 po x 4 po d'épinette, de pin et de sapin.  
Sources : Bureau du recensement des États-Unis et Resource Information Systems Inc.  
Dernière observation : décembre 2012

Si les prix du gaz naturel sont encore très faibles, ils sont nettement supérieurs au niveau le plus bas en dix ans enregistré en avril 2012.

Les cours des produits non énergétiques ont été révisés légèrement à la hausse.

Les prix des métaux communs ont peu changé depuis octobre, mais on s'attend à ce qu'ils grimpent graduellement dans les années à venir, à la faveur du raffermissement régulier et continu de la demande en provenance des pays émergents. Les prix des produits forestiers, par contre, ont bondi de plus de 10 % depuis la mi-octobre et devraient poursuivre leur ascension, parallèlement à la reprise dans le secteur américain du logement (Graphique 15). Les prix des produits agricoles devraient également s'accroître jusqu'au milieu de 2013, reflétant la hausse des prix du bétail consécutive à la sécheresse en 2012, mais ils devraient ensuite redescendre, du fait du retour à la normale de l'offre de céréales. Les chiffres d'octobre relatifs aux cours des produits non énergétiques ont été révisés légèrement à la hausse pour la période de projection.

## Les implications pour l'économie canadienne

La demande extérieure visant les exportations de biens manufacturés canadiens demeure très modeste comparativement à son niveau d'avant la récession, ce qui s'explique en grande partie par le niveau d'activité encore

La demande extérieure visant les exportations de biens manufacturés canadiens demeure très modeste.

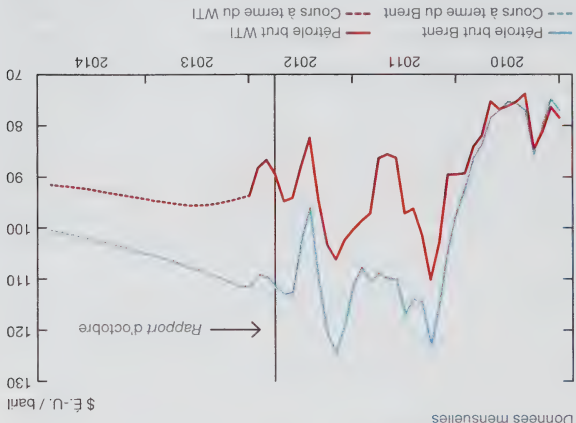
mise en œuvre des réformes structurelles, les conditions de financement difficiles et, dans certains cas, l'incidence retardée du resserrement des politiques.

Bien que quelques économies de marché émergentes aient commencé l'année 2013 sur une solide lancée, il existe encore d'importantes différences entre les régions. La légère amélioration des perspectives de croissance se concentre principalement dans les pays émergents d'Asie et dans certaines parties de l'Amérique latine, tandis que l'activité dans les pays émergents d'Europe continue de ralentir, compte tenu de leurs liens étroits avec la zone euro. L'expansion économique des pays émergents devrait donc être relativement modeste jusqu'à la fin du premier semestre de 2013, puis s'accroître graduellement grâce à un léger raffermissement des marchés d'exportation et au soutien apporté par les politiques monétaire et budgétaire. La Corée et le Brésil sont en train de mettre en place de nouvelles mesures de relance budgétaire, et la plupart des pays émergents ont la capacité budgétaire de fournir un élan additionnel au besoin.

## Les cours des produits de base

Les cours mondiaux des produits de base demeurent élevés. Les cours mondiaux du pétrole brut mesurés par les prix de référence du Brent ont varié dans une fourchette relativement étroite depuis la parution du *Rapport* en octobre et sont encore soutenus par les tensions au Moyen-Orient. Bien qu'il soit encore déprimé en raison de l'offre excédentaire en Amérique du Nord, le prix de référence du West Texas Intermediate (WTI) ne cesse de monter depuis la mi-décembre, ce qui a réduit l'écart avec celui du Brent. À en juger par les plus récentes courbes des cours à terme, les prix du Brent se replieront légèrement durant la période projetée, à la faveur d'une atténuation des tensions géopolitiques, tandis que les cours du WTI devraient demeurer relativement inchangés. À mesure que l'offre excédentaire actuelle se résorbera, l'écart entre les deux se rétrécira davantage (Graphique 14).

**Graphique 14 : L'écart entre les cours des pétroles bruts de référence Brent et WTI devrait se resserrer**



Note : Les valeurs pour janvier 2013 sont des estimations fondées sur la moyenne des cours quotidiens au comptant jusqu'au 18 janvier 2013. Les cours à terme se fondent sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines terminée le 18 janvier 2013.

Source : Banque du Canada

- Les cours mondiaux des produits de base demeurent élevés.
- Le cours du WTI n'a cessé de monter depuis la mi-décembre.



## Les économies de marché émergentes

La progression du PIB réel de la Chine s'est accélérée au quatrième trimestre, passant à 7,9 % en glissement annuel, ce qui cadre avec l'amélioration de la production industrielle observée dernièrement (Graphique 13). Cette

remontée fait suite à une décélération graduelle au cours des trois dernières années, attribuable principalement à une réduction de l'expansion de la

demande étrangère et, plus récemment, aux efforts déployés par les autorités chinoises pour calmer la surchauffe sur le marché immobilier. Comme dans le

Rapport d'octobre, la Banque s'attend à ce que la croissance économique se stabilise à l'intérieur d'une fourchette de 7,5 à 8 % d'ici 2014, soutenue à court

terme par les mesures de politique budgétaire annoncées et la vigueur de la progression du crédit et, par la suite, par un raffermissement de la demande

mondiale. De plus, des hausses salariales appréciables devraient contribuer à stimuler la consommation intérieure. La croissance des investissements, par

contre, devrait ralentir progressivement, sous l'effet notamment d'une baisse des dépenses au chapitre du logement. Il est probable que les autorités

seront prudentes au moment d'adopter de nouvelles mesures de relance pour ne pas aggraver les déséquilibres existants au sein de l'économie.

Compte tenu d'un taux d'accroissement des prix à la consommation de 2,5 % en décembre, les tensions inflationnistes en Chine demeurent matraquées. Au

cours des prochains mois, toutefois, l'augmentation des prix mondiaux des aliments, causée par les graves sécheresses dans plusieurs des principaux

pays producteurs de denrées alimentaires, devrait exercer des pressions à la hausse sur l'inflation en Chine.

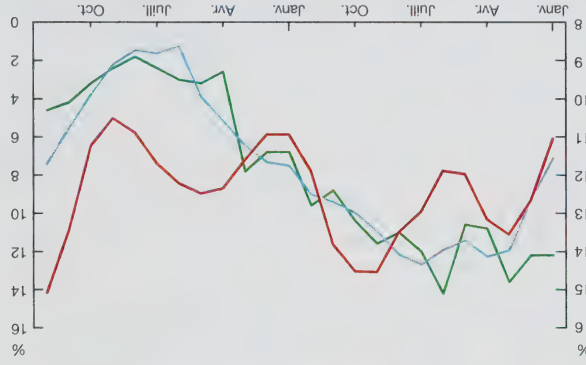
Dans d'autres pays émergents, comme le Brésil, l'Inde et la Russie, la croissance de l'activité économique a continué de ralentir ou a stagné. La

faiblesse de la demande extérieure (en particulier celle émanant de la zone euro) freine les exportations. À l'échelle nationale, le recul de la croissance

des investissements pèse encore sur l'activité, ce qui reflète la lenteur de la

Graphique 13 : La production industrielle en Chine s'est raffermie

Taux de croissance en glissement annuel, données mensuelles



Nota : Le taux de croissance des sous-composantes acier et énergie est mesuré à partir de la moyenne mobile sur trois mois des données désaisonnalisées concernant la production de produits de l'acier et d'énergie en Chine.  
Sources : Bureau national des statistiques de Chine  
et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : décembre 2012

La progression du PIB réel de la Chine s'est accélérée au quatrième trimestre.

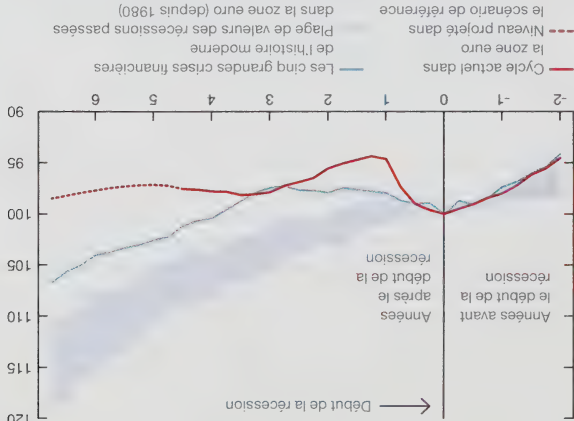
On s'attend à ce que la croissance économique se stabilise à l'intérieur d'une fourchette de 7,5 à 8 %.

Dans d'autres pays émergents, la croissance de l'activité économique a continué de ralentir ou a stagné.



## Graphique 12 : L'Europe stagne

Évolution du PIB réel dans la zone euro sur différents cycles; base 100 de l'indice : début de la récession, données trimestrielles



## Le Japon

Le PIB réel du Japon a reculé de 3,5 % au troisième trimestre de 2012, en raison d'un repli marqué à la fois des exportations et de la demande intérieure privée. Si la récente faiblesse peut être attribuée en partie aux tensions géopolitiques avec la Chine, la contraction a été plus prononcée et plus généralisée qu'anticipé en octobre.

Le PIB réel devrait progresser à un rythme modeste en 2013 et en 2014. Un raffermissement graduel de la demande étrangère, favorisé par le retour à des relations plus normales avec la Chine et les effets retardés de la récente dépréciation du yen, devrait stimuler l'activité économique. La croissance nomique, les nouvelles mesures de relance monétaire et budgétaire faisant plus que compenser la diminution des dépenses de reconstruction consécutives au séisme<sup>4</sup>. Le relèvement prévu de la taxe sur la valeur ajoutée devrait cependant brider la croissance en 2014<sup>5</sup>.

- 4 Des stimulants budgétaires supplémentaires, dont un « plan de relance d'urgence » de plus de 13 billions de yens approuvé par le Cabinet le 15 janvier dans le cadre de l'adoption d'un budget supplémentaire comportant des mesures d'allègement fiscal et d'augmentation des dépenses publiques, ainsi qu'une nouvelle dette monétaire annoncée le 20 décembre devraient dynamiser la croissance du PIB au cours de la période de projection.
- 5 Au Japon, la taxe sur la valeur ajoutée passera de 5 à 8 % en avril 2014 et à 10 % en octobre 2015. Le nouveau gouvernement a indiqué, cependant, que ce relèvement sera fonction de la situation économique du moment.

\* Le PIB réel du Japon devrait progresser à un rythme modeste en 2013 et en 2014.

## La zone euro

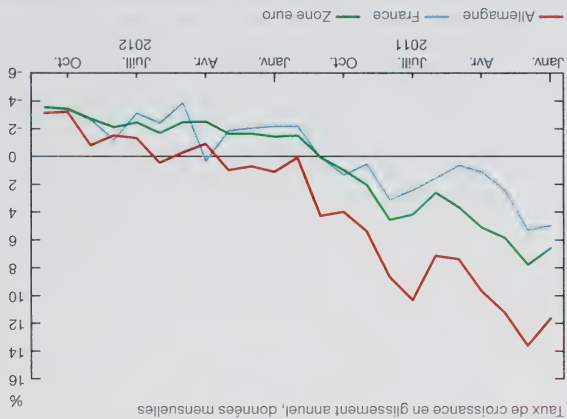
Le PIB de la zone euro a reculé de 0,3 % au troisième trimestre de 2012, ce qui constitue sa quatrième baisse d'affilée, et les indicateurs récents donnent à penser que la récession s'est aggravée au quatrième trimestre. Le repli de la production industrielle en Allemagne et en France porte à croire que la faiblesse de la demande émanant des pays périphériques bride de plus en plus l'activité dans les grandes économies, en particulier les investissements des entreprises (Graphique 11).

Malgré l'amélioration du climat sur les marchés, l'économie de la zone euro devrait demeurer anémique, la réduction du levier d'endettement des banques, l'austérité budgétaire, les tensions sur le marché financier et l'incertitude élevée pesant sur la croissance de la demande intérieure (Graphique 12). Les données récentes sur l'activité réelle et le crédit bancaire laissent entrevoir que la reprise économique sera plus lente qu'on ne le croyait à l'origine, en partie parce que les mesures d'austérité budgétaire et les conditions du crédit difficiles nuisent à l'activité économique plus que prévu. Par conséquent, la croissance du PIB de la zone euro a été révisée à la baisse pour 2013 et 2014. Elle s'établit maintenant à -0,3 % et à 0,8 %, respectivement.

Même si sa progression a quelque peu ralenti récemment, l'inflation globale demeure légèrement supérieure à la cible de la Banque centrale européenne, qui vise un taux « inférieur à, mais proche de, 2 % », sous l'effet des prix élevés de l'énergie et du relèvement des impôts indirects et des prix administrés dans certains pays de la zone. L'inflation devrait toutefois glisser sous 2 % en 2013, après que ces facteurs temporaires se seront dissipés, puisqu'il d'importantes capacités excédentaires continuent d'atténuer les pressions exercées sur les prix.

Bien que les risques extrêmes associés à l'Europe aient diminué, des ajustements budgétaires et structurels considérables seront nécessaires durant une longue période pour contenir la crise et ramener la zone euro sur une trajectoire viable. La confiance des marchés et des entreprises ne devrait donc se rétablir que progressivement.

**Graphique 11 : La production industrielle diminue dans des pays centraux de la zone euro**



Source : Eurostat

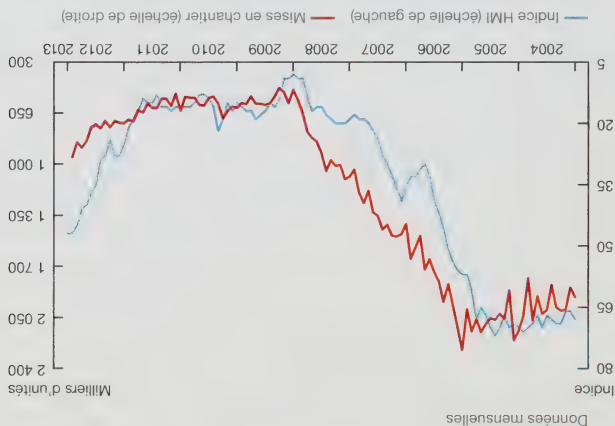
Dernière observation : novembre 2012

Malgré l'amélioration du climat sur les marchés, l'économie de la zone euro devrait demeurer anémique.

L'inflation devrait glisser sous 2 % en 2013.

Des ajustements budgétaires et structurels considérables seront nécessaires durant une longue période.

**Graphique 9 : Le marché américain du logement se redresse**

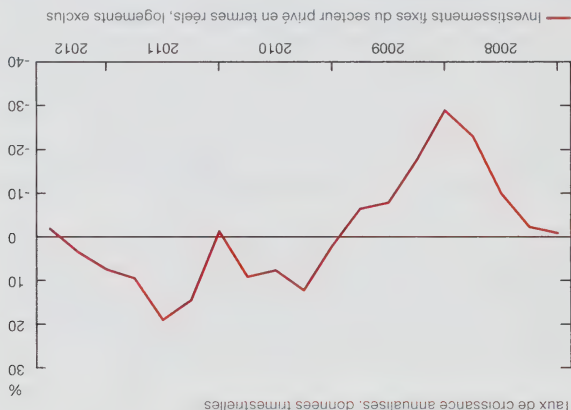


Nota : L'indice HMI (Housing Market Index) est fondé sur les résultats d'une enquête mensuelle, réalisée auprès des membres de la National Association of Home Builders, et vise à prendre le pouls du marché des logements unifamiliaux.

Sources : Bureau du recensement des États-Unis et National Association of Home Builders

Dernières observations : décembre 2012 et janvier 2013

**Graphique 10 : Le climat d'incertitude a pesé sur les investissements fixes des entreprises aux États-Unis**



Source : Bureau of Economic Analysis des États-Unis

Dernière observation : 2012T3

Les exportations américaines sont un peu plus faibles que prévu précédemment.

La croissance des exportations américaines devrait rester faible au début de 2013, étant modérée par l'atonie de la demande émanant des principaux partenaires commerciaux des États-Unis, en particulier l'Europe. Un raffermissement graduel devrait s'amorcer à compter du milieu de l'année, lorsque la demande mondiale commencera à se redresser. Néanmoins, les exportations sont un peu plus faibles que prévu précédemment, ce qui concorde avec les révisions à la baisse des perspectives pour le Canada et la zone euro. Même si les importations américaines devraient augmenter sous l'effet de l'amélioration de la demande intérieure, les importations d'énergie d'outremer seront freinées par la production accrue à partir de sources intérieures.

Encadré 1

L'incidence de l'*American Taxpayer Relief Act of 2012*

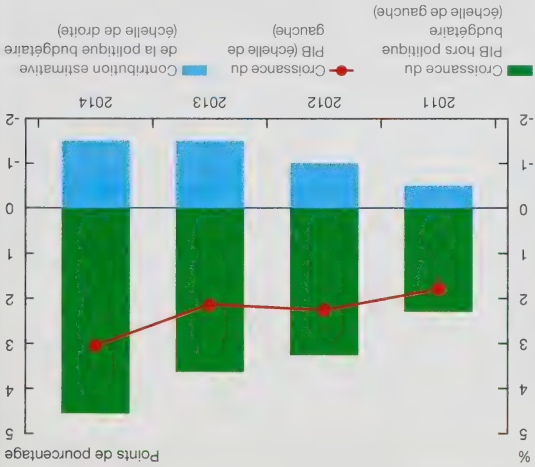
Comme on s'y attendait au moment de la parution du Rapport d'octobre, ce que l'on appelle le « précipte budgétaire » (ou encore « mur budgétaire ») a été évité grâce à la récente promulgation de l'*American Taxpayer Relief Act of 2012*. Le terme « précipte budgétaire » désigne un ensemble de dispositions fiscales sur le point d'expirer et de réductions des dépenses qui devaient entrer en vigueur automatiquement en janvier 2013. Selon les estimations de la Banque, les mesures en question représentaient un effort de redressement budgétaire supplémentaire de près de 600 milliards de dollars américains (4,1 % du PIB des États-Unis) en 2013.

Bien que l'*American Taxpayer Relief Act* ait permis d'annuler la plupart des hausses d'impôt prévues, deux exceptions méritent d'être soulignées : 1) les taux d'imposition marginaux du revenu, des gains en capital et des dividendes ont été majorés pour les personnes qui gagnent plus de 400 000 dollars et les ménages dont les revenus dépassent 450 000 dollars; 2) la réduction provisoire de 2 % du taux de cotisation sociale pour les salariés a pris fin le 1<sup>er</sup> janvier. Les autres exonérations fiscales qui devaient expirer sont devenues permanentes (par exemple, les allègements accordés par l'administration Bush aux ménages à faible et à moyen revenu) ou ont été temporairement reconduites — c'est

notamment le cas du traitement fiscal de la dépréciation du capital pour les entreprises. En outre, l'impôt minimum de remplacement a été indexé de manière permanente sur l'inflation. L'entente intervenue maintient également jusqu'à la fin de 2013 le versement de l'allocation de chômage aux chômeurs de longue durée. Au total, on estime que cette entente, à elle seule, entrainera un resserrement budgétaire d'environ 150 milliards de dollars américains en 2013, lequel ajoutera aux mesures d'assainissement des finances publiques déjà convenues.

Néanmoins, un certain nombre de questions ne sont toujours pas réglées. Premièrement, les législateurs devront s'attaquer au problème du plafond de la dette publique d'ici la fin de février. Deuxièmement, l'application des commissions budgétaires (qui totaliseront approximativement 80 milliards de dollars américains en 2013) a été reportée de deux mois; on s'attend à ce qu'elle soit renvoyée et à ce que les gros des répercussions ne se fasse sentir qu'après 2013. Enfin, l'entente de financement conclue entre l'administration américaine et le Congrès (la loi de finances provisoire) expirera à la fin de mars; si aucune solution n'est trouvée, les fonctions non essentielles du gouvernement seront interrompues. Il faudra parvenir à un accord sur ces questions avant la fin de février, lequel préparera le terrain pour une autre série d'après négociations. En dépit

**Graphique 1-A : L'assainissement des finances publiques devrait considérablement ralentir la croissance de l'économie américaine jusqu'à la fin de 2014**  
Contribution à la croissance du PIB réel en points de pourcentage, données annuelles



Nota : La contribution de la politique budgétaire à la croissance traduit à la fois l'effet direct des mesures prises sur les dépenses publiques et leurs retombées indirectes sur les autres composantes de la demande globale.  
Sources : Bureau of Economic Analysis des États-Unis et calculs et projections de la Banque du Canada

de la grande incertitude entourant l'issue des négociations à venir, la Banque est d'avis que l'hypothèse d'un freinage budgétaire équivalant à 1,5 point de pourcentage est raisonnable (Graphique 1-A). Cependant, le moment où le freinage surviendra au cours de cette période pourrait différer quelque peu. Le processus de résolution de ces problèmes budgétaires a accentué l'incertitude chez les entreprises et les ménages américains. Bien qu'il soit difficile d'établir avec précision les retombées négatives de l'incertitude, celle-ci semble en grande partie responsable du soudain ralentissement, au cours de la dernière année, des investissements fixes des exportateurs canadiens. La croissance des dépenses d'investissements dans ce pays devrait s'accélérer à mesure que l'incertitude liée à la politique budgétaire se dissipera.

1 Le taux de croissance trimestriel annualisé moyen des investissements est passé de 10 % en 2011 à environ 3 % durant les trois premiers trimestres de 2012.



Les ménages américains ont accompli des progrès considérables dans l'assainissement budgétaire

freinera sensiblement la croissance économique.

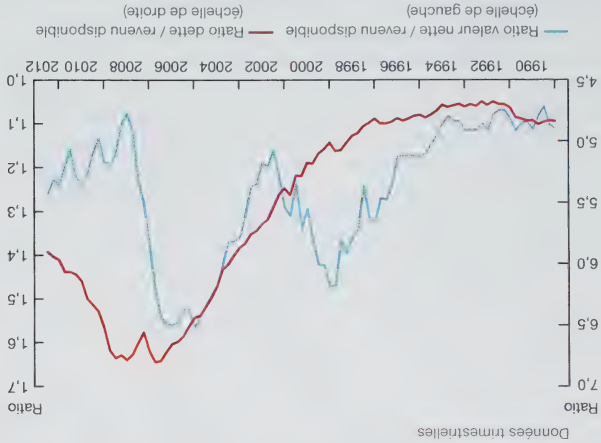
Les ménages américains ont accompli des progrès considérables dans l'assainissement de leurs bilans.

L'assainissement budgétaire freinera sensiblement la croissance économique aux États-Unis, comme prévu dans le *Rapport d'octobre*. Même si le précipice budgétaire a été dans une large mesure évité grâce à l'adoption de l'*American Taxpayer Relief Act of 2012*, des négociations portant sur d'autres questions importantes sont en cours et beaucoup d'incertitude subsiste. La Banque estime toujours que la politique budgétaire américaine retranchera environ 1,5 point de pourcentage à la croissance en 2013 et en 2014 (Encadré 1).

Les ménages américains ont accompli des progrès considérables dans l'assainissement de leurs bilans (Graphique 8). Cependant, si l'effet modérateur exercé par la réduction de leur levier d'endettement devrait s'amoindrir au cours de la période de projection, le resserrément de la politique budgétaire et un raffermissement graduel de l'emploi donnent à penser que les dépenses de consommation ne progresseront que modestement. L'investissement résidentiel, en revanche, a connu une vive remontée ces derniers trimestres, par rapport, il est vrai, aux creux historiques où il se trouvait précédemment. La confiance des constructeurs d'habitations s'est améliorée de façon notable, et le nombre de mises en chantier est nettement supérieur au niveau auquel il se situait il y a un an (Graphique 9). La demande fondamentale liée à l'évolution démographique et l'accessibilité à la propriété grandement accrue devraient stimuler la construction résidentielle pendant la période de projection.

Les investissements fixes des entreprises américaines ont fortement ralenti au cours des trois premiers trimestres de 2012 en raison de l'incertitude plus vive entourant les perspectives budgétaires (Graphique 10). On s'attend à une augmentation rapide des dépenses d'investissement des entreprises au milieu de 2013, à la faveur de la solidité financière de ces dernières et des taux de rendement des obligations de sociétés se situant à des creux historiques. Toutefois, selon les projections de la Banque, le niveau d'investissement sera plus bas que prévu au moment de la parution du *Rapport d'octobre*, étant donné l'incidence plus marquée et plus persistante des capacités excédentaires élevées et des conditions d'emprunt difficiles dans le secteur de l'immobilier commercial.

**Graphique 8 : La réduction du levier d'endettement des ménages américains a énormément progressé**



Nota : Le secteur des entreprises individuelles est pris en compte dans les calculs de la dette aux États-Unis. Sources : Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale américaine et Bureau of Economic Analysis des États-Unis

Dernière observation : 2012T3



La Banque estime que la croissance du PIB des États-Unis a nettement ralenti au quatrième trimestre.

au quatrième trimestre.

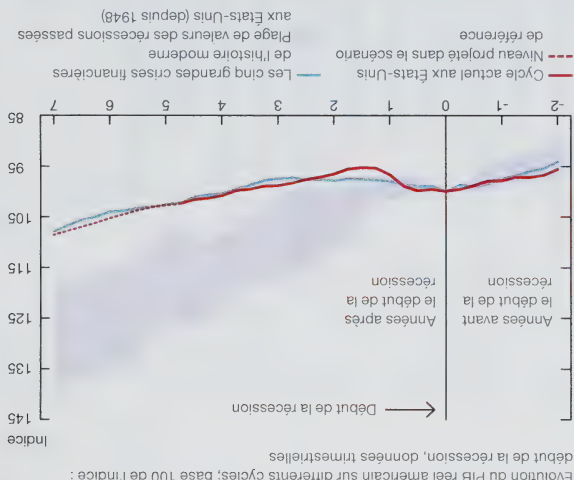
Le rythme de l'économie américaine devrait s'accroître progressivement.

## Les États-Unis

La croissance du PIB des États-Unis s'est accélérée pour s'établir à 3,1 % au troisième trimestre de 2012. La hausse temporaire des dépenses militaires et une forte contribution des investissements en stocks ont plus que contrebalancé le recul des investissements fixes des entreprises, qui a diminué en partie de l'incertitude persistante entourant l'orientation future de la politique budgétaire. Cependant, la Banque estime que la croissance du PIB américain a nettement ralenti au quatrième trimestre de 2012, en raison de l'effet modérateur de l'atonie de la demande extérieure, du frein constant exercé par la vive incertitude et des effets de l'ouragan Sandy.

Le rythme de l'économie américaine devrait s'accroître progressivement tout au long de 2013 et 2014. En moyenne annuelle, la croissance du PIB devrait atteindre 2,1 % en 2013 et 3,1 % en 2014, ce qui représente une légère révision à la baisse par rapport aux chiffres d'octobre. La croissance est soutenue par une politique monétaire fortement expansionniste, une réduction de l'incertitude entourant la politique budgétaire, l'amélioration continue dans le marché du logement et un raffermissement graduel de la demande extérieure. Toutefois, l'assainissement budgétaire et, dans une moindre mesure, la réduction du levier d'endettement des ménages continueront à brider l'activité. Dans l'ensemble, l'économie américaine devrait progresser à une cadence relativement modeste, comme cela a été le cas pour d'autres économies aux prises avec de graves crises financières (Graphique 7).

**Graphique 7 : La croissance du PIB réel des États-Unis devrait rester modérée**

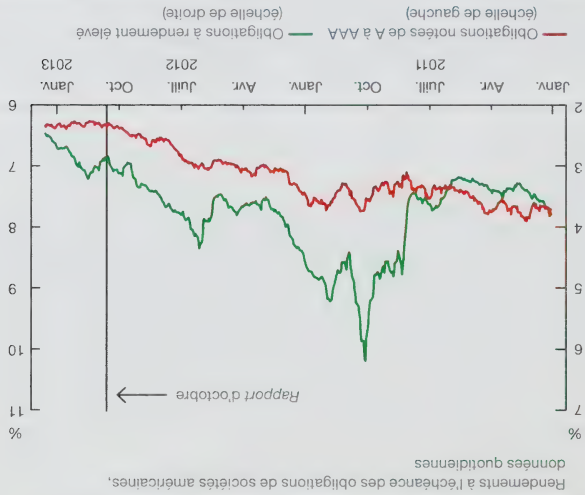


Nota : Les cinq grandes crises financières de l'histoire moderne, selon Reinhart et Rogoff, ont touché l'Espagne (1977), la Norvège (1987), la Finlande (1991), la Suède (1991) et le Japon (1992). Voir C. M. Reinhart et K. S. Rogoff (2008), « Is the 2007 U.S. Sub-Prime Financial Crisis so Different? An International Comparison », *The American Economic Review: Papers and Proceedings*, vol. 98, n° 2, p. 339-344.

Sources : Bureau of Economic Analysis des États-Unis, Organisation de coopération et de développement économiques et projections de la Banque du Canada

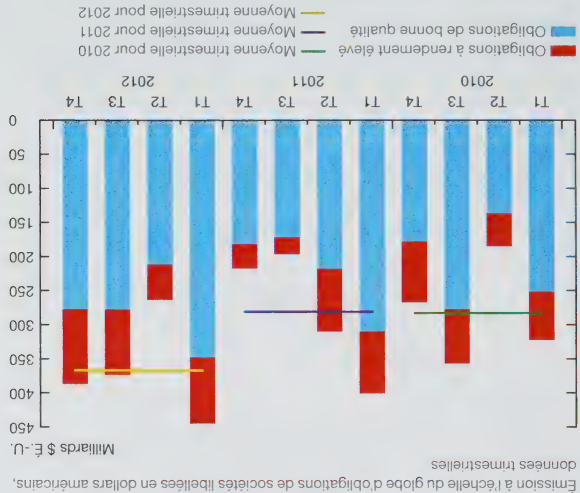
et l'émission de ces titres est demeurée exceptionnellement robuste, à la faveur de la vigueur de la demande des investisseurs pour les obligations de sociétés (Graphique 6). Si le débat autour du précepte budgétaire a exercé des pressions à la baisse sur les cours des actions américaines vers la fin de 2012, ceux-ci ont rebondi depuis, sous l'effet de l'amélioration récente du climat sur les marchés.

**Graphique 5 : Les rendements des obligations de sociétés américaines se situent près des creux historiques...**



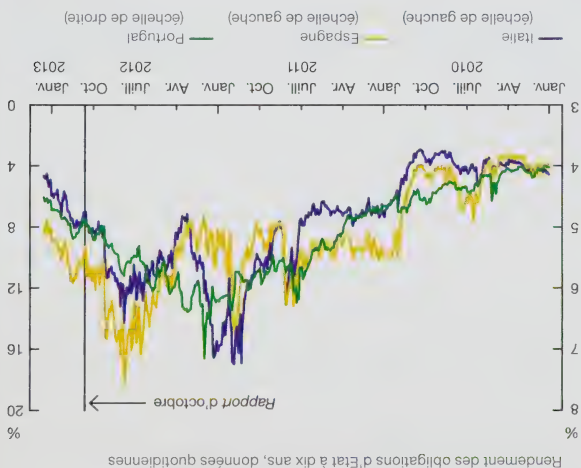
Source : Merrill Lynch  
Dernière observation : 18 janvier 2013

**Graphique 6 : ... et l'émission d'obligations de sociétés a été soutenue**



Nota : Les moyennes trimestrielles tiennent compte à la fois des obligations à rendement élevé et des obligations de bonne qualité.  
Source : Bloomberg  
Dernière observation : 2012T4

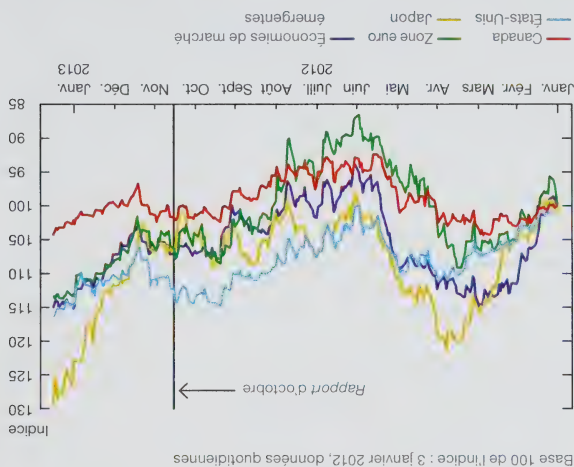
**Graphique 3 : Les rendements des obligations d'Etat des pays périphériques de la zone euro ont fortement reculé...**



Source : Bloomberg

Dernière observation : 18 janvier 2013

**Graphique 4 : ... tandis que les cours mondiaux des actions ont augmenté**



Source : Bloomberg

Dernière observation : 18 janvier 2013

La confiance s'est améliorée sur les marchés financiers américains.

La confiance s'est améliorée sur les marchés financiers américains à la suite de la résolution partielle du problème du précepte budgétaire, les rendements des titres du Trésor américain et autres obligations d'Etat ayant augmenté sensiblement, surtout pour le segment de la courbe de rendement qui se rapporte aux taux à long terme. Les conditions financières aux Etats-Unis continuent néanmoins d'alimenter la croissance, les rendements des obligations de sociétés avoisinant des creux records malgré la hausse des rendements des obligations du Trésor américain (Graphique 5). Les écarts de taux relatifs aux obligations américaines à rendement élevé se sont encore rétrécis,

## La conjoncture financière mondiale

Les conditions financières mondiales se sont améliorées depuis la parution du dernier *Rapport* et soutiennent de plus en plus l'expansion. Les investisseurs continuent à se montrer prudents, toutefois, en raison des préoccupations persistantes concernant les perspectives de croissance économique dans le monde, la mise en œuvre des politiques dans la zone euro ainsi que l'incertitude entourant les perspectives budgétaires aux États-Unis et les négociations portant sur le plafond de la dette. Les volumes de transactions pour l'ensemble des catégories d'actifs ont généralement été faibles ces derniers mois; en effet, bon nombre de participants au marché ont préféré adopter un comportement attentiste.

Dans la zone euro, certains facteurs positifs ont donné lieu à un assouplissement notable des conditions financières depuis la publication du *Rapport* en octobre. Les ministres des Finances de la zone euro (l'Eurogroupe) ont convenu de verser à la Grèce la prochaine tranche du prêt accordé par le Fonds européen de stabilité financière et de soutenir davantage la viabilité à long terme de la dette de ce pays en allongeant la durée des prêts et en réduisant le taux d'intérêt appliqué à ceux-ci<sup>1</sup>. Les ministres des Finances de l'Union européenne sont aussi parvenus à un accord sur un cadre de surveillance bancaire unifiée pour la zone euro. Compte tenu de ces facteurs et d'autres évolutions, les conditions de financement se sont améliorées pour les banques européennes. Qui plus est, les marchés obligataires des pays périphériques de la zone euro et les marchés boursiers européens ont fait bonne figure depuis octobre. Les rendements des obligations à dix ans de la plupart des pays périphériques de la zone euro ont fortement reculé, retournant aux niveaux enregistrés à la fin de 2010 (Graphique 3), et les indices boursiers de la zone ont affiché des rendements supérieurs à ceux de la plupart des autres grandes économies (Graphique 4). Des risques considérables subsistent néanmoins. On observe des signes que le système financier européen est encore fragmenté, ce qui contribue aux écarts entre les taux de débiteurs d'un pays à l'autre et, selon la dernière enquête sur les conditions du crédit bancaire en zone euro, les banques continuent de durcir les normes d'octroi de prêts aux entreprises.

Aux États-Unis, la Réserve fédérale a fait part de son intention d'accroître la détente monétaire en achetant des titres du Trésor à long terme, pour une valeur de 45 milliards de dollars  $\text{\$-U.}$  par mois<sup>2</sup>. Cette nouvelle initiative, qui remplace le programme de prolongation des échéances venu à expiration récemment, était conforme aux attentes du marché. La Réserve fédérale a aussi modifié ses indications prospectives en liant d'éventuelles hausses de taux d'intérêt à des seuils précis pour les indicateurs économiques (au lieu de fournir un horizon temporel conditionnel). Par conséquent, le taux des fonds fédéraux devrait se maintenir à des niveaux exceptionnellement bas, du moins tant et aussi longtemps que le taux de chômage continue de dépasser 6,5 %, sous réserve que l'inflation projetée pour l'année prochaine et l'année d'après reste inférieure à 2,5 % et que les attentes d'inflation à long terme demeurent bien ancrées.

<sup>1</sup> Les États membres ont autorisé le versement de la tranche et celui-ci a été approuvé officiellement par l'Eurogroupe le 13 décembre 2012. Par ailleurs, le Conseil d'administration du FMI a terminé son examen de la tenue économique de la Grèce dans le cadre d'un programme conclu au titre du mécanisme élargi de crédit et a approuvé le versement du prêt le 16 janvier 2013.

<sup>2</sup> Cette acquisition vient s'ajouter à l'achat, annoncé plus tôt, de titres hypothécaires émis par les agences de refinancement américaines, au rythme de 40 milliards de dollars  $\text{\$-U.}$  par mois.

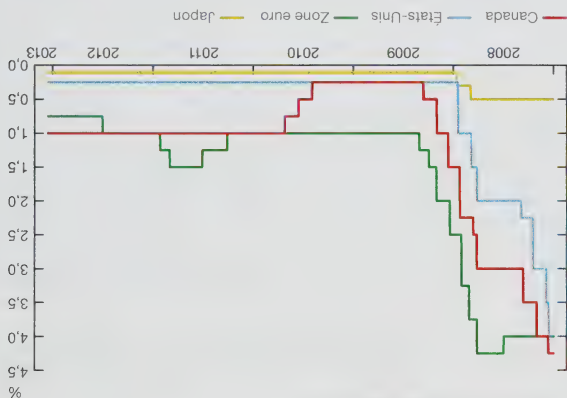
► La Réserve fédérale a fait part de son intention d'accroître la détente monétaire.

► Des risques considérables subsistent néanmoins.

► Les conditions financières mondiales se sont améliorées.

### Graphique 1 : Les taux directeurs des économies avancées sont à des niveaux historiquement bas...

Taux directeurs, données quotidiennes



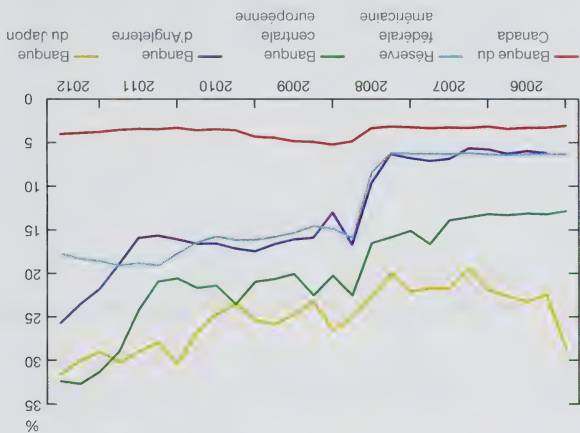
Nota : Le 5 octobre 2010, la Banque du Japon a adopté une fourchette dans laquelle son taux directeur peut varier de 0,0 à 0,1 %, au lieu de la cible de 0,1 % qu'elle visait jusque-là. La Réserve fédérale des États-Unis applique une fourchette cible qui va de 0,0 à 0,25 % depuis le 16 décembre 2008.

Sources : Banque du Canada, Réserve fédérale des États-Unis, Banque centrale européenne et Banque du Japon

Dernière observation : 18 janvier 2013

### Graphique 2 : ... et certaines banques centrales ont recouru de nouveau à des mesures non traditionnelles

Actifs détenus par les banques centrales par rapport au PIB de leurs pays respectifs, données trimestrielles



Sources : Banque du Canada et Statistique Canada; Réserve fédérale et Bureau of Economic Analysis

des États-Unis; Banque centrale européenne et Eurostat; Banque d'Angleterre et Office for National

Statistics (Royaume-Uni); Banque du Japon et Bureau du Cabinet (Japon) Dernière observation : 2012T3



# L'économie mondiale

Les perspectives économiques mondiales sont légèrement plus faibles que celles projetées par la Banque dans le *Rapport sur la politique monétaire* d'octobre. Parallèlement, les risques extrêmes ont diminué à l'échelle du globe. La croissance se poursuit à un rythme graduel aux États-Unis, étant restreinte par la réduction des leviers d'endettement en cours dans les secteurs public et privé, la faiblesse de l'économie mondiale et, plus récemment, l'incertitude entourant les négociations budgétaires. Malgré une nette amélioration sur les marchés des titres souverains des pays périphériques, l'Europe demeure en récession, et les indicateurs récents donnent à penser que le ralentissement de l'activité se prolongera un peu plus qu'anticipé en octobre. L'expansion se renforce en Chine, mais l'activité a encore décelé dans certaines autres grandes économies émergentes.

Selon les estimations, la croissance économique mondiale a nettement ralenti en 2012, reculant à 3,0 %, alors qu'elle s'établissait à 3,9 % en 2011. En 2013, l'économie du globe devrait continuer de progresser modestement, à un rythme de 2,9 %, avant de grimper à 3,5 % en 2014 (Tableau 1). Le scénario de référence de la Banque table sur les hypothèses suivantes : la crise de la zone euro restera contenue et un resserrement très marqué de la politique budgétaire américaine sera évité. Dans l'ensemble, l'évolution récente étaye ces hypothèses.

Face aux capacités inutilisées considérables au sein de certaines économies avancées et à l'absence de tensions inflationnistes sous-jacentes, les banques centrales de ces pays ont recouru de nouveau à des mesures

**Tableau 1 : Projection relative à la croissance de l'économie mondiale**

	Part du PIB mondial réel <sup>a</sup> (en pourcentage)					Croissance projetée <sup>b</sup> (en pourcentage)				
	2011	2012	2013	2014		2011	2012	2013	2014	
États-Unis	19	18,8	2,3	2,1	2,1	3,1	2,3	2,1	2,3	3,1
Zone euro	14	1,5	-0,4	-0,5	-0,3	0,8	1,0	-0,3	0,4	0,8
Japon	6	-0,5	-0,7	2,0	2,2	1,0	1,0	1,2	1,1	1,2
Chine	14	9,3	9,3	7,8	7,6	7,8	7,7	7,7	7,7	7,7
Autres pays	47	4,3	4,3	3,1	3,2	3,0	3,1	3,0	3,1	3,5
Ensemble du monde	100	3,9	3,8	3,0	3,0	3,0	3,0	2,9	3,1	3,5

a. La part de chaque pays ou groupe de pays est calculée d'après les estimations du FMI des PIB mesurés en parité des pouvoirs d'achat pour 2011.

Source : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*, octobre 2012.

b. Les chiffres entre parenthèses correspondent aux projections présentées dans la livraison d'octobre 2012 du *Rapport sur la politique monétaire*.

Source : Banque du Canada



---

# Table des matières

L'économie mondiale.....	1
La conjoncture financière mondiale.....	3
Les États-Unis.....	6
Encadré 1 : L'incidence de l' <i>American Taxpayer Relief Act of 2012</i> .....	8
La zone euro.....	10
Le Japon.....	11
Les économies de marché émergentes.....	12
Les cours des produits de base.....	13
Les implications pour l'économie canadienne.....	14
Le dollar canadien.....	16
L'économie canadienne.....	17
Les conditions financières.....	18
L'estimation des pressions sur la capacité de l'économie.....	22
L'économie réelle.....	24
Encadré 2 : L'évolution du secteur énergétique canadien et son incidence sur l'économie.....	27
L'inflation.....	32
Les risques entourant les perspectives.....	37

---

La banque centrale doit, pour atteindre son objectif, imprimer une orientation à la politique monétaire qui s'adapte à l'évolution des conditions économiques. [...] Son objectif, comme toujours, est de faire en sorte que les ménages, les entreprises et les investisseurs puissent prendre leurs décisions dans une conjoncture macroéconomique stable.

—Mark Carney

Gouverneur, Banque du Canada  
11 décembre 2012  
Toronto (Ontario)



# Rapport sur la politique monétaire

Janvier 2013

---

Le présent rapport émane du Conseil de direction de la Banque du Canada, composé de Mark Carney, Tiff Macklem, John Murray, Timothy Lane et Agathe Côté.



Le ciblage de l'inflation et l'économie

- La Banque du Canada a pour mandat de mener la politique monétaire de manière à favoriser la prospérité économique et financière des Canadiens.
- L'expérience du Canada en matière de ciblage de l'inflation depuis 1991 a démontré que c'est en gardant l'inflation à un niveau bas, stable et prévisible qu'on peut le mieux préserver la confiance dans la valeur de la monnaie et contribuer à la croissance soutenue de l'économie, à la progression de l'emploi et à l'amélioration du niveau de vie.
- En 2011, le gouvernement canadien et la Banque du Canada ont reconduit la cible de maîtrise de l'inflation pour une nouvelle période de cinq ans qui se terminera le 31 décembre 2016. Établie pour l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC) global, cette cible est de 2 %, soit le point médian d'une fourchette dont les limites sont fixées à 1 et à 3 %.

L'instrument de politique monétaire

- La Banque mène la politique monétaire en modifiant le taux cible du financement à un jour<sup>1</sup>. Ces modifications se transmettent à l'économie par l'influence qu'elles exercent sur les taux d'intérêt du marché, sur les prix des actifs nationaux et sur le taux de change, dont l'évolution se répercute à son tour sur la demande globale de biens et de services canadiens. L'équilibre entre cette demande et la capacité de production de l'économie constitue, à terme, le principal déterminant des pressions inflationnistes au sein de l'économie.
- Il faut un certain temps — entre six et huit trimestres, habituellement — pour que les effets des interventions en matière de politique monétaire se propagent dans l'économie et se fassent sentir pleinement sur l'inflation. C'est pourquoi la politique monétaire doit avoir une orientation prospective.
- Conformément à son engagement d'assurer des communications claires et transparentes, la Banque présente régulièrement son point de vue sur les forces à l'œuvre au sein de l'économie.

Le suivi de l'inflation

- Une bonne part des variations que connaît l'IPC global à court terme est attribuable aux fluctuations des prix de composantes volatiles, comme les fruits et l'essence, et aux modifications des impôts indirects. C'est pour cette raison que la Banque suit de près, outre l'IPC global, un ensemble de mesures de l'inflation « fondamentale », et en particulier un indice appelé IPCX qui exclut huit des composantes les plus volatiles de l'IPC global ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes. Ces mesures lui permettent de faire abstraction des variations temporaires des prix et de se concentrer sur la tendance sous-jacente de l'inflation. L'inflation fondamentale sert de guide à la conduite de la politique monétaire pour faciliter l'atteinte de la cible fixée pour l'inflation mesurée par l'IPC global; elle ne se substitue pas à celle-ci.

Le régime de ciblage de l'inflation est symétrique et flexible

- Le régime canadien de ciblage de l'inflation se distingue par son caractère symétrique : la Banque se préoccupe en effet autant d'un taux d'inflation qui dépasse la cible de 2 % que d'un taux qui lui est inférieur.
- Ce régime est également flexible. En temps normal, la Banque cherche à ramener l'inflation au taux visé dans un délai de six à huit trimestres. L'horizon pour l'atteinte de la cible d'inflation pourra cependant varier, selon la nature et la persistance des chocs économiques.

Le Rapport sur la politique monétaire de la Banque du Canada peut être consulté dans le site Web de la Banque, à l'adresse [banqueducanada.ca](http://banqueducanada.ca).

Pour de plus amples renseignements, veuillez communiquer avec le :

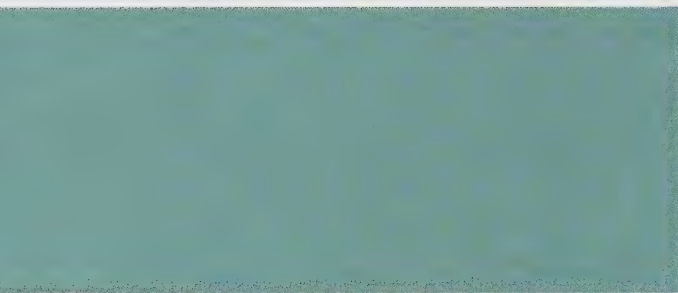
Service d'information publique  
Département des Communications  
Banque du Canada  
234, rue Wellington  
Ottawa (Ontario) K1A 0G9  
Téléphone : 613 782-8111;  
1 800 303-1282 (sans frais en Amérique du Nord)  
Site Web : [banqueducanada.ca](http://banqueducanada.ca)  
Courriel : [info@banqueducanada.ca](mailto:info@banqueducanada.ca)  
ISSN 1201-8783 (version papier)  
ISSN 1490-1242 (internet)  
© 2013 Banque du Canada

1 Voir la Déclaration commune du gouvernement canadien et de la Banque du Canada concernant la reconduction de la cible de maîtrise de l'inflation (8 novembre 2011) ainsi que le document d'information publié à ce sujet par la Banque le 9 novembre 2011; on peut consulter ces deux documents dans le site Web de l'institution.

2 Lorsque les taux d'intérêt se situent à zéro, leur niveau plancher, l'assouplissement monétaire additionnel nécessaire à l'atteinte de la cible d'inflation peut être fourni au moyen de trois instruments de politique monétaire non traditionnels : 1) une déclaration conditionnelle au sujet de la trajectoire future du taux directeur; 2) l'assouplissement quantitatif; 3) l'assouplissement direct du crédit. Ces mécanismes et les principes qui en régissent l'utilisation sont décrits dans l'Annexe de la livraison d'avril 2009 du Rapport sur la politique monétaire.

# Rapport sur la politique monétaire

Janvier 2013



# Monetary Policy Report Summary

---

January 2013

*This text is a commentary of the Governing Council of the Bank of Canada.*

---

## Highlights

- The global economic outlook is slightly weaker than projected in October, although global tail risks have diminished.
  - The slowdown in the Canadian economy in the second half of 2012 was more pronounced than anticipated and economic activity is expected to be more restrained. The economy is now forecast to return to full capacity in the second half of 2014.
  - Following an estimated 1.9 per cent in 2012, the economy is expected to grow by 2.0 per cent in 2013 and 2.7 per cent in 2014.
  - Total CPI inflation is expected to remain around 1 per cent in the near term before rising gradually, along with core inflation, to the 2 per cent target in the second half of 2014.
  - On 4 December 2012 and 23 January 2013, the Bank maintained the target for the overnight rate at 1 per cent.
- 

The global economic outlook is slightly weaker than the Bank had projected in October. At the same time, global tail risks have diminished. The economic expansion in the United States is continuing at a gradual pace, restrained by ongoing public and private deleveraging, global weakness and uncertainty related to fiscal negotiations. Despite a marked improvement in peripheral sovereign debt markets, Europe remains in recession, with a somewhat more protracted downturn now expected than in October. Growth in China is improving, though economic activity has slowed further in some other major emerging economies. Supported by central bank actions and by positive policy developments in Europe, global financial conditions are more stimulative. Commodity prices have remained at historically elevated levels, though temporary disruptions and persistent transportation bottlenecks have led to a record discount on Canadian heavy crude.

In Canada, the slowdown in the second half of 2012 was more pronounced than the Bank had anticipated, owing to weaker business investment and exports. Caution about high debt levels has begun to restrain household spending. The Bank expects economic growth to pick up through 2013. Business investment and exports are projected to rebound as foreign demand strengthens, uncertainty diminishes and the temporary factors that have weighed on resource sector activity are unwound. Nonetheless, exports should remain below their pre-recession peak until the second half of 2014 owing to a lower track for foreign demand and ongoing competitiveness challenges, including the persistent strength of the Canadian dollar. Consumption is expected to grow moderately and residential investment to decline further from historically high levels. The Bank expects trend growth in household credit to moderate further, with the debt-to-income ratio stabilizing near current levels.

## Projection relative à la croissance de l'économie mondiale

Croissance projetée <sup>b</sup> (en pourcentage)	Part du PIB mondial réel <sup>a</sup> (en pourcentage)		Croissance projetée <sup>b</sup> (en pourcentage)	
	2011	2012	2013	2014
Etats-Unis	19	1,8 (1,8)	2,3 (2,1)	2,1 (2,3)
Zone euro	14	1,5 (1,5)	-0,4 (-0,5)	-0,3 (0,4)
Japon	6	-0,5 (-0,7)	2,0 (2,2)	1,0 (1,0)
Chine	14	9,3 (9,3)	7,8 (7,6)	7,8 (7,7)
Autres pays	47	4,3 (4,3)	3,1 (3,2)	3,0 (3,1)
Ensemble du monde	100	3,9 (3,8)	3,0 (3,0)	2,9 (3,1)
				3,5 (3,5)

a. La part de chaque pays ou groupe de pays est calculée d'après les estimations du FMI des PIB mesurés en parité des pouvoirs d'achat pour 2011

SOURCE : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*, octobre 2012

b. Les chiffres entre parenthèses correspondent aux projections présentées dans la livraison d'octobre 2012 du *Rapport sur la politique monétaire*.

SOURCE : Banque du Canada

Résumé des projections relatives à l'économie canadienne selon le scénario de référence<sup>a</sup>

	2011	2012			2013			2014		
		T1	T2	T3	T1	T2	T3	T1	T2	T3
PIB réel (taux de variation trimestriel annualisé)	2,1	1,7	1,9	1,8	2,1	1,7	1,9	2,1	1,7	1,9
PIB réel (taux de variation en glissement annuel)	2,4	2,2	2,8	1,5	1,2	1,4	1,6	2,2	2,7	2,6
Indice de référence (taux de variation en glissement annuel)	2,1	2,1	2,0	1,5	1,3	1,4	1,7	1,9	1,9	2,0
IPC global (taux de variation en glissement annuel)	2,6	2,4	1,6	1,2	1,1	0,9	1,1	1,8	1,9	2,0
IPC global hors effet de la TVH et des modifications d'autres impôts indirects (taux de variation en glissement annuel)	2,5	2,2	1,4	1,1	1,0	0,9	1,2	1,9	1,9	2,0
WTI <sup>b</sup> (niveau)	94	103	93	92	88	94	95	94	93	92
Brent <sup>b</sup> (niveau)	109	118	109	109	110	111	109	106	103	101

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario de référence présenté dans la livraison d'octobre 2012 du *Rapport sur la politique monétaire*

b. Les hypothèses relatives aux cours des pétroles bruts West Texas Intermédiaire et Brent (en \$ E.-U. le baril) se fondent sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines terminée le 18 janvier 2013.

Le *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada est publié quatre fois l'an, soit en janvier, en avril, en juillet et en octobre.

©2013 Banque du Canada ISSN 1924-1089 (version papier) ISSN 1925-3176 (Internet)



Les investissements des entreprises et les exportations devraient rebondir, alors que la demande étrangère se raffermira, que l'incertitude diminuera et que les facteurs temporaires qui ont pesé sur l'activité dans le secteur des ressources se dissiperont. Les exportations devraient néanmoins demeurer en deçà de leur sommet d'avant la récession jusqu'au second semestre de 2014, en raison de la trajectoire inférieure de la demande étrangère et des défis qui subsistent sur le plan de la compétitivité, y compris la vigueur persistante du dollar canadien. La consommation devrait progresser à une cadence modérée et l'investissement résidentiel continuer à reculer par rapport aux niveaux historiquement élevés qu'il a atteints. La Banque s'attend à ce que le taux d'accroissement tendanciel des crédits aux ménages fléchisse encore, le ratio de la dette au revenu se stabilisant près des niveaux actuels.

Comparativement aux projections d'octobre, l'activité économique au Canada devrait être plus contenue. Après avoir progressé de 1,9 % en 2012 selon nos estimations, l'économie devrait croître de 2,0 % en 2013 et de 2,7 % en 2014. La Banque prévoit maintenant que l'économie atteindra sa pleine capacité au deuxième semestre de 2014, soit plus tard qu'anticipé en octobre.

L'inflation mesurée par l'indice de référence a fléchi plus que la Banque ne l'avait envisagé, étant donné les pressions moins marquées sur les prix de toute une gamme de biens et de services, ce qui cadre avec la hausse inattendue de la marge de capacités inutilisées. L'inflation mesurée par l'IPC global a aussi été plus basse qu'anticipé, en raison de l'évolution de l'inflation mesurée par l'indice de référence et des prix de l'essence moins élevés qu'escampté. L'inflation mesurée par l'IPC global devrait continuer d'avoisiner 1 % à court terme avant de remonter graduellement, tout comme l'inflation mesurée par l'indice de référence, à la cible de 2 % au second semestre de 2014, alors que l'économie retourne à son plein potentiel et que les attentes d'inflation restent bien ancrées.

Bien que les risques extrêmes à l'échelle mondiale aient diminué par suite d'une série de mesures prises par les autorités européennes et américaines, des risques importants continuent de peser sur les perspectives d'évolution de l'inflation au Canada.

Les trois principaux risques à la hausse ont trait à la possibilité que la croissance de l'économie des États-Unis soit plus forte que prévu, que les exportations canadiennes soient plus élevées et que l'investissement résidentiel au Canada affiche un dynamisme renouvelé.

Les trois principaux risques à la baisse touchant l'inflation au Canada sont liés à la crise européenne, à une faiblesse prolongée des investissements des entreprises et des exportations canadiennes, et à la possibilité que la progression des dépenses des ménages canadiens soit plus faible.

Dans l'ensemble, la Banque estime que les risques qui pèsent sur les perspectives d'évolution de l'inflation au Canada sont relativement équilibrés au cours de la période de projection.

Compte tenu de tous ces facteurs, le 23 janvier, la Banque a décidé de maintenir le taux cible du financement à un jour à 1 %. Bien qu'une réduction modeste de la détente monétaire sera probablement nécessaire au fil du temps, de façon à atteindre la cible d'inflation de 2 %, les perspectives plus modérées en matière d'inflation et l'amorce d'une évolution plus constructive des déséquilibres dans le secteur des ménages laissent entrevoir qu'une telle réduction est moins imminente que prévu auparavant.





# Rapport sur la politique monétaire

## Sommaire

Janvier 2013

*Le présent commentaire émane du Conseil de direction de la Banque du Canada.*

### Faits saillants

- Les perspectives économiques mondiales sont légèrement plus faibles que celles projetées en octobre, même si les risques extrêmes ont diminué à l'échelle du globe.
- Le ralentissement de l'économie canadienne observé au second semestre de 2012 a été plus prononcé qu'anticipé et l'activité économique devrait être plus contenue. On prévoit maintenant que l'économie se remettra à tourner à plein régime au second semestre de 2014.
- Après avoir progressé de 1,9 % en 2012 selon nos estimations, l'économie devrait croître de 2,0 % en 2013 et de 2,7 % en 2014.
- L'inflation mesurée par l'IPC global devrait continuer d'avoisiner 1 % à court terme avant de remonter graduellement, tout comme l'inflation mesurée par l'indice de référence, à la cible de 2 % au second semestre de 2014.
- Le 4 décembre 2012 et le 23 janvier 2013, la Banque a maintenu le taux cible du financement à un jour à 1 %.

Les perspectives économiques mondiales sont légèrement plus faibles que celles projetées par la Banque en octobre. Parallèlement, les risques extrêmes ont diminué à l'échelle du globe. La croissance se poursuit à un rythme graduel aux États-Unis, étant restreinte par le désendement en cours dans les secteurs public et privé, la faiblesse de l'économie mondiale et l'incertitude entourant les négociations budgétaires. Malgré une nette amélioration sur les marchés des titres souverains des pays périphériques, l'Europe demeure en récession, et on s'attend maintenant à ce que le ralentissement se prolonge un peu plus qu'anticipé en octobre. La croissance se raffermi en Chine, mais l'activité a encore ralenti dans d'autres grandes économies émergentes. Soutenues par les actions menées par les banques centrales et l'évolution positive des politiques en Europe, les conditions financières mondiales sont plus expansionnistes. Les prix des produits de base sont restés à des niveaux historiquement élevés, quoique des perturbations temporaires et la congestion persistante des infrastructures de transport aient porté les décotes du pétrole brut lourd canadien à des niveaux records.

Au Canada, le ralentissement de l'économie observé au second semestre de 2012 a été plus prononcé que la Banque ne l'avait anticipé, du fait que les investissements des entreprises et les exportations ont été plus faibles. La prudence à l'égard des niveaux d'endettement élevés a commencé à avoir pour effet de restreindre les dépenses des ménages. La Banque prévoit que la croissance économique se redressera au cours de 2013.



BANK OF CANADA  
BANQUE DU CANADA

Government  
Publications

CA1  
FN 73  
-M56

# Monetary Policy Report

April 2013



# Canada's Inflation-Control Strategy<sup>1</sup>

## Inflation targeting and the economy

- The Bank's mandate is to conduct monetary policy to promote the economic and financial well-being of Canadians.
- Canada's experience with inflation targeting since 1991 has shown that the best way to foster confidence in the value of money and to contribute to sustained economic growth, employment gains and improved living standards is by keeping inflation low, stable and predictable.
- In 2011, the Government and the Bank of Canada renewed Canada's inflation-control target for a further five-year period, ending 31 December 2016. The target, as measured by the total consumer price index (CPI), remains at the 2 per cent midpoint of the control range of 1 to 3 per cent.

## The monetary policy instrument

- The Bank carries out monetary policy through changes in the target overnight rate of interest.<sup>2</sup> These changes are transmitted to the economy through their influence on market interest rates, domestic asset prices and the exchange rate, which affect total demand for Canadian goods and services. The balance between this demand and the economy's production capacity is, over time, the primary determinant of inflation pressures in the economy.
- Monetary policy actions take time—usually from six to eight quarters—to work their way through the economy and have their full effect on inflation. For this reason, monetary policy must be forward looking.
- Consistent with its commitment to clear, transparent communications, the Bank regularly reports its perspective on the forces at work on the economy and their

implications for inflation. The *Monetary Policy Report* is a key element of this approach. Policy decisions are typically announced on eight pre-set days during the year, and full updates of the Bank's outlook, including risks to the projection, are published four times per year in the *Monetary Policy Report*.

## Inflation targeting is *symmetric* and *flexible*

- Canada's inflation-targeting approach is *symmetric*, which means that the Bank is equally concerned about inflation rising above or falling below the 2 per cent target.
- Canada's inflation-targeting framework is *flexible*. Typically, the Bank seeks to return inflation to target over a horizon of six to eight quarters. However, the most appropriate horizon for returning inflation to target will vary depending on the nature and persistence of the shocks buffeting the economy.

## Monitoring inflation

- In the short run, a good deal of movement in the CPI is caused by fluctuations in the prices of certain volatile components (e.g., fruit and gasoline) and by changes in indirect taxes. For this reason, the Bank also monitors a set of "core" inflation measures, most importantly the CPIX, which strips out eight of the most volatile CPI components and the effect of indirect taxes on the remaining components. These "core" measures allow the Bank to "look through" temporary price movements and focus on the underlying trend of inflation. In this sense, core inflation is monitored as an *operational guide* to help the Bank achieve the total CPI inflation target. It is not a replacement for it.

<sup>1</sup> See *Joint Statement of the Government of Canada and the Bank of Canada on the Renewal of the Inflation-Control Target* (8 November 2011) and *Renewal of the Inflation-Control Target: Background Information—November 2011*, which are both available on the Bank's website.

<sup>2</sup> When interest rates are at the zero lower bound, additional monetary easing to achieve the inflation target can be provided through three unconventional instruments: (i) a *conditional* statement on the future path of the policy rate; (ii) quantitative easing; and (iii) credit easing. These instruments and the principles guiding their use are described in the Annex to the April 2009 *Monetary Policy Report*.

The *Monetary Policy Report* is available on the Bank of Canada's website at [bankofcanada.ca](http://bankofcanada.ca).

### For further information, contact:

Public Information  
Communications Department  
Bank of Canada  
234 Wellington Street  
Ottawa, Ontario K1A 0G9

Telephone: 613 782-8111;  
1 800 303-1282 (toll free in North America)  
Email: [info@bankofcanada.ca](mailto:info@bankofcanada.ca); Website: [bankofcanada.ca](http://bankofcanada.ca)

ISSN 1201-8783 (Print)  
ISSN 1490-1234 (Online)  
© Bank of Canada 2013



BANK OF CANADA  
BANQUE DU CANADA

# Monetary Policy Report

---

April 2013



This is a report of the Governing Council of the Bank of Canada:  
Mark Carney, Tiff Macklem, John Murray, Timothy Lane, Agathe Côté and Lawrence Schembri

---

---

“The adjustment in the housing sector is intended and welcome.”

—Mark Carney

*Governor, Bank of Canada  
25 February 2013  
London, Ontario*

---



# Contents

---

<b>Global Economy</b> .....	1
Global Financial Conditions .....	2
United States .....	5
Box 1: Recovery in U.S. Housing to Support the Canadian Economy .....	8
Euro Area .....	9
Japan .....	10
Emerging-Market Economies .....	11
Commodity Prices .....	12
Box 2: Commodity Prices Remain Elevated .....	14
Implications for the Canadian Economy .....	15
Canadian Dollar .....	15
<b>Canadian Economy</b> .....	17
Financial Conditions .....	18
Estimated Pressures on Capacity .....	21
The Real Economy .....	23
Box 3: Factors Weighing on the Outlook for Business Investment .....	26
Box 4: Explaining the Unexpected Weakness of the Canadian Economy in 2012 .....	29
Inflation .....	31
<b>Risks to the Outlook</b> .....	35

---



# Global Economy

Global economic growth has evolved broadly as anticipated in the January *Monetary Policy Report*. In the United States, the expansion is continuing at a modest pace, with gradually strengthening private demand partly offset by accelerated fiscal consolidation. Significant policy easing has been introduced in Japan. The euro area remains in recession, however, and economic activity is being constrained by fiscal austerity, low confidence and tight credit conditions. After picking up sharply in the second half of 2012, growth in China has eased. Commodity prices received by Canadian producers remain elevated by historical standards and, overall, they are little changed since the last *Report*.

◀ *Global economic growth has evolved broadly as anticipated*

Global economic activity is expected to grow modestly in 2013, at a rate of 3.0 per cent, before strengthening to 3.6 per cent in 2014 and 3.8 per cent in 2015 (**Table 1**).<sup>1</sup> The Bank's base-case projection is predicated on the assumption that the crisis in the euro area will continue to be contained.

In response to significant excess capacity and declining inflationary pressures, central banks in some advanced economies have provided additional, substantial unconventional monetary easing while keeping policy interest rates at historically low levels (**Chart 1** and **Chart 2**). These actions have helped to anchor medium-term inflation expectations and support stimulative global financial conditions.

**Table 1: Projection for global economic growth**

	Share of real global GDP <sup>a</sup> (per cent)	Projected growth <sup>b</sup> (per cent)			
		2012	2013	2014	2015
United States	19	2.2 (2.3)	2.0 (2.1)	3.1 (3.1)	3.3
Euro area	14	-0.5 (-0.4)	-0.6 (-0.3)	0.8 (0.8)	1.4
Japan	6	2.0 (2.0)	1.4 (1.0)	1.6 (1.2)	1.4
China	14	7.8 (7.8)	7.7 (7.8)	7.6 (7.7)	7.7
Rest of the world	47	3.1 (3.1)	3.2 (3.0)	3.7 (3.5)	3.9
World	100	3.0 (3.0)	3.0 (2.9)	3.6 (3.5)	3.8

a. GDP shares are based on International Monetary Fund (IMF) estimates of the purchasing-power-parity (PPP) valuation of country GDPs for 2011.

Source: IMF, *World Economic Outlook*, October 2012

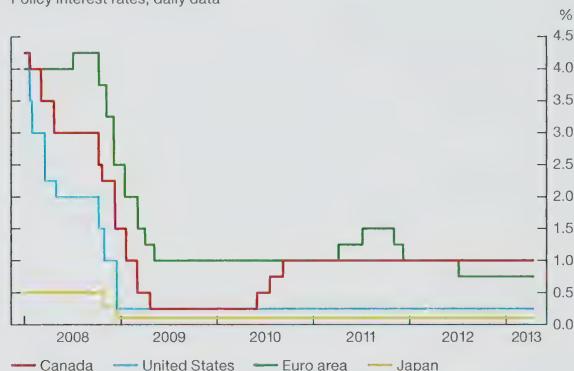
b. Numbers in parentheses are projections used for the January 2013 *Monetary Policy Report*.

Source: Bank of Canada

<sup>1</sup> As is customary in the April issue of the *Monetary Policy Report*, the projection horizon has been extended by one year, in this case, to 2015.

**Chart 1: Policy interest rates remain at historically low levels in advanced economies...**

Policy interest rates, daily data



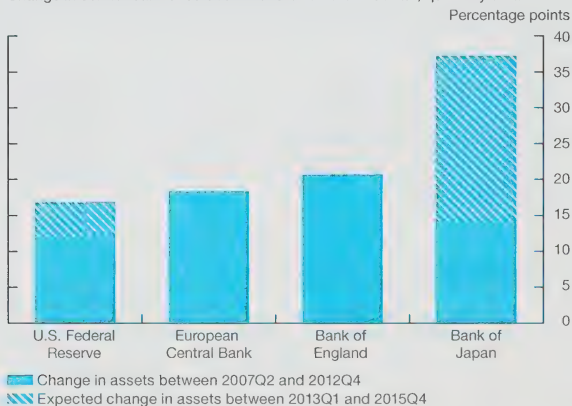
Note: On 5 October 2010, the Bank of Japan changed the target for its policy rate from 0.1 per cent to a range of 0.0 to 0.1 per cent. The U.S. Federal Reserve has been maintaining a target range for its policy rate of 0.0 to 0.25 per cent since 16 December 2008.

Sources: Bank of Canada, U.S. Federal Reserve, European Central Bank and Bank of Japan

Last observation: 12 April 2013

**Chart 2: ...and some central banks have provided additional substantial unconventional monetary easing**

Change in central bank assets relative to GDP since 2007Q2, quarterly data



Note: The expected increase in the assets of the U.S. Federal Reserve is based on an average of private sector forecasts. For the Bank of Japan, the expected change in assets is based on the most recent policy announcement.

Sources: U.S. Federal Reserve, U.S. Bureau of Economic Analysis; European Central Bank, Eurostat; Bank of England, U.K. Office for National Statistics; Bank of Japan, Cabinet Office of Japan; and Bank of Canada calculations

Last observation: 2012Q4

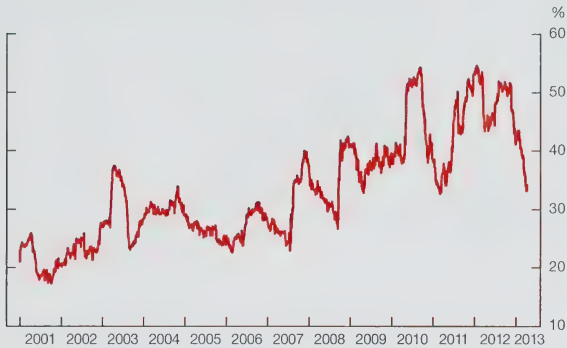
## Global Financial Conditions

Global financial conditions have generally eased since the last *Report* as market participants have become more confident about the resilience of the global recovery. In particular, global tail risks associated with near-term U.S. fiscal policy have diminished. Markets are showing increased signs of differentiating among individual countries and financial assets, as demonstrated by the recent decline in co-movements in asset prices (Chart 3).

Global financial conditions have  
generally eased ►

### Chart 3: Market differentiation has increased

Contribution of the first common factor to the variation in asset returns, estimated through principal-component analysis (90-day rolling window)



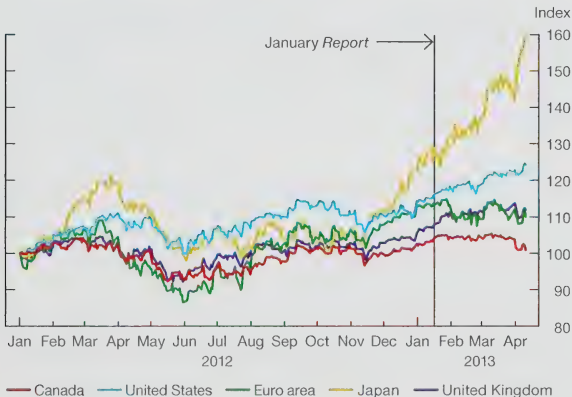
Note: Principal-component analysis is based on a statistical methodology that describes co-movements between variables in terms of a small number of uncorrelated common factors. If all of the data under consideration are perfectly correlated, the first common factor would explain all of the variation in the data; conversely, if all of the data are uncorrelated, the first factor would explain none of the variation. Data used include most major asset classes such as equities, bonds, commodities and currencies.

Sources: Bloomberg, Bank of America Merrill Lynch and Bank of Canada calculations

Last observation: 12 April 2013

### Chart 4: Equity prices in Japan and the United States have risen sharply

Index: 3 January 2012 = 100, daily data



Source: Bloomberg

Last observation: 12 April 2013

In the United States, financial conditions have remained highly stimulative. Monetary policy, combined with signs of strengthening private demand, has supported market confidence. While yields on long-term government bonds remain low, equity prices have reached record-high levels (Chart 4). Corporate credit markets continue to be robust, and yields have stabilized near recent record lows (Chart 5).

Financial conditions in Japan have improved further since the last Report, reflecting the unexpectedly bold monetary stimulus measures that were announced recently. Japanese equity prices have substantially

◀ Markets are showing increased signs of differentiating among individual countries and financial assets



**Chart 5: Yields on U.S. corporate debt have stabilized near recent record lows**

Yields to maturity on U.S. corporate bonds, daily data

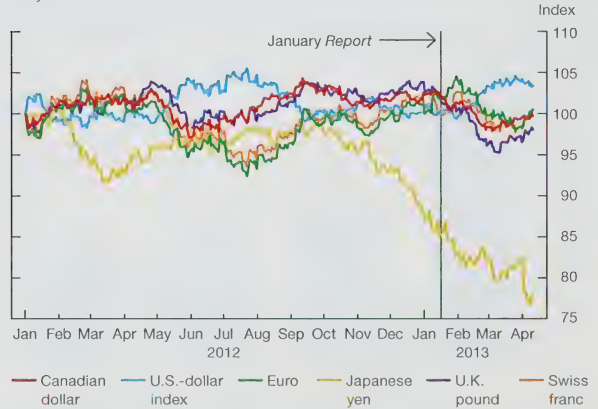


Source: Bank of America Merrill Lynch

Last observation: 12 April 2013

**Chart 6: The Japanese yen has declined sharply against other major currencies**

Bilateral exchange rates vis-à-vis the U.S. dollar; index: 3 January 2012 = 100, daily data



Note: The U.S.-dollar index measures the performance of the dollar against a basket of other currencies, including the euro, Japanese yen, U.K. pound, Canadian dollar, Swiss franc and Swedish krona.

Source: Bloomberg

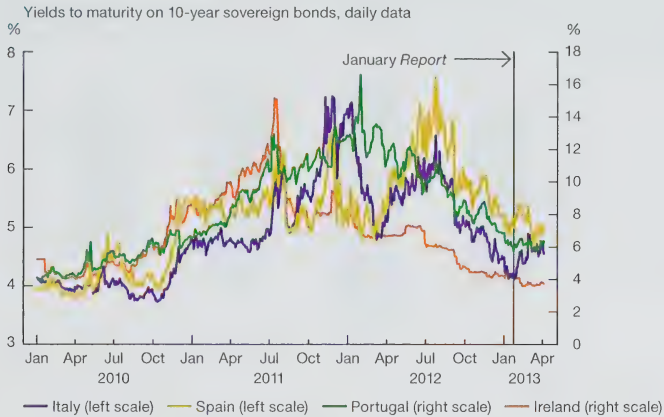
Last observation: 12 April 2013

outperformed all major equity market indexes since January, and the Nikkei index has reached its highest level since the summer of 2008. Government bond yields have fallen despite higher inflation expectations, and there has been a marked depreciation of the yen (Chart 6).

In the euro area, there has been a deterioration in market sentiment stemming from a number of factors, including weakening economic conditions, political uncertainty in Italy, the unsettling aspects of the financial assistance program in Cyprus and difficulties in implementing required fiscal austerity measures in Portugal. Consequently, unlike other advanced economies, equity indexes in the euro area, especially bank subindexes, have fallen. Although funding

*In the euro area, there has been a deterioration in market sentiment*

**Chart 7: Yields on Italian bonds have risen, unlike those of other peripheral sovereigns**



Note: Owing to data limitations, yields on 8-year Irish bonds are used in place of 10-year yields.

Source: Bloomberg

Last observation: 12 April 2013

conditions for Italy have deteriorated somewhat, owing to increased investor caution (Chart 7), there has been some differentiation among peripheral sovereigns. For example, yields on Irish bonds have fallen, reflecting progress toward fiscal adjustment and the implementation of structural reforms.

## United States

Strengthening private domestic demand and a gradual firming in external conditions are expected to underpin the U.S. economic expansion, while fiscal consolidation and, to a diminishing extent, household deleveraging will continue to weigh on growth.

U.S. real GDP rose marginally in the fourth quarter of 2012, as solid underlying private demand was largely offset by outsized declines in some volatile components of spending. Real GDP growth is estimated to have rebounded in the first quarter, boosted by higher growth in consumption, although the second quarter is projected to be weaker as fiscal drag intensifies. On a quarterly basis, economic growth is then expected to pick up to around 3.5 per cent by early 2014, before moderating over the balance of the projection horizon. On an annual average basis, growth in U.S. real GDP is expected to be 2.0 per cent in 2013, 3.1 per cent in 2014 and 3.3 per cent in 2015.

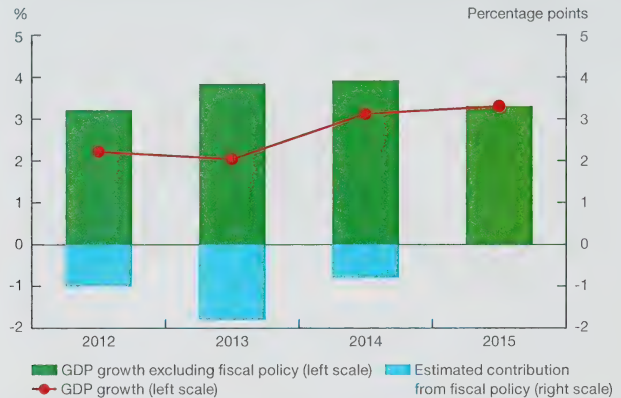
Ongoing public sector deleveraging remains the strongest headwind facing the U.S. economy. The drag on U.S. real GDP growth from fiscal consolidation is expected to rise from 1.0 percentage point in 2012 to 1.8 percentage points in 2013, before declining to 0.8 percentage points in 2014 (Chart 8). These estimates include a revision to the timing of automatic spending cuts (known as “sequestration”).<sup>2</sup> As a result, the drag from fiscal policy is now more front-loaded than expected in the Bank’s January projection, although the cumulative effect over the 2013–14 period has been revised down.

■ *Ongoing public sector deleveraging remains the strongest headwind facing the U.S. economy*

<sup>2</sup> These spending cuts, which were activated on 1 March 2013, mandate fiscal savings amounting to US\$1.2 trillion over the next nine years.

**Chart 8: The drag on real GDP growth from U.S. fiscal policy remains significant**

Contributions to real GDP growth, annual data



Note: The contribution of fiscal policy to growth includes both direct government expenditures and the indirect effects on other components of aggregate demand.

Sources: U.S. Bureau of Economic Analysis and Bank of Canada calculations and projections

*Monetary policy is projected to remain highly stimulative*

*Households have made considerable progress in repairing their balance sheets*

*Fundamentals for business fixed investment remain quite favourable*

In light of the constraining effects of fiscal consolidation and private deleveraging, monetary policy is projected to remain highly stimulative through 2015. Consistent with guidance provided by the Federal Open Market Committee, the federal funds rate is expected to stay at exceptionally low levels, for at least as long as the unemployment rate remains above 6.5 per cent, projected inflation one and two years out is no more than 2.5 per cent, and longer-term inflation expectations continue to be well anchored. To provide further policy accommodation, the Federal Reserve is also expected to continue to purchase agency mortgage-backed securities and longer-term U.S. Treasuries.

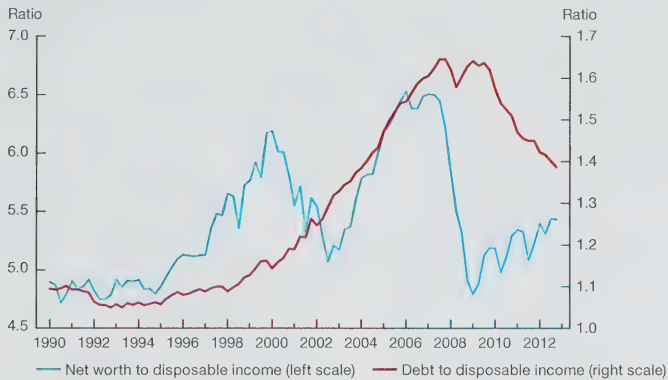
Consumer spending has been solid since the beginning of 2013, although it is being affected by the 2 per cent rise in payroll taxes that took effect in January. Consumption is projected to be supported by rising labour income, low debt-financing costs and better access to credit. In addition, the drag from household deleveraging is expected to diminish over the projection horizon, given the considerable progress households have made in repairing their balance sheets (Chart 9).

The recovery in the housing market continues to gain traction (Box 1). Housing starts, sales of new and existing homes, and builder and realtor sentiment have all improved noticeably. Importantly, house prices have started to increase after five years of declines (Chart 10). Residential construction should continue to grow at a solid pace, underpinned by gradually improving labour market conditions, underlying demographic demand, low mortgage interest rates and an expected improvement in access to credit.

Fundamentals for business fixed investment remain quite favourable. U.S. corporations have strong balance sheets and can obtain market financing at a very low cost. Following some volatility at the turn of the year caused by uncertainty related to the impending fiscal cliff, business investment is now

**Chart 9: U.S. households have made considerable progress in repairing their balance sheets**

Quarterly data



Note: U.S. debt calculations include the unincorporated business sector.

Sources: U.S. Federal Reserve and U.S. Bureau of Economic Analysis

Last observation: 2012Q4

**Chart 10: After five years of declines, U.S. house prices have begun to rise**

S&P/Case-Shiller U.S. National Home Price Index, average of 2000 = 100, quarterly data



Sources: Standard & Poor's, U.S. Bureau of Economic Analysis, U.S. Bureau of Labor Statistics, U.S. National Association of Realtors, and Bank of Canada calculations

Last observation: 2012Q4

anticipated to grow at a robust pace. Non-residential construction is also expected to recover, reflecting buoyant investment activity in the U.S. oil and gas sector (Chart 11) as well as a gradual improvement in the commercial real estate sector.

Firming foreign demand is projected to support a steady rise in U.S. exports through 2015, while stronger domestic demand should stimulate the growth of imports. Oil imports, however, especially of light crude, are expected to be increasingly displaced by growing U.S. production.<sup>3</sup>

<sup>3</sup> In the United States, oil production reached nearly 6.5 million barrels per day in 2012, while net imports of crude oil fell to 8.4 million barrels per day, the lowest level in 15 years. The U.S. Energy Information Administration expects U.S. oil production to increase to close to 8 million barrels per day in 2014.



## Box 1

## Recovery in U.S. Housing to Support the Canadian Economy

The contraction in the U.S. housing market from 2006 to 2011 was the most pronounced and prolonged in the postwar era (**Chart 1-A**). Residential investment declined by almost 60 per cent, and house prices fell by about 35 per cent from their pre-crisis highs. Over the past year, residential investment increased by 15 per cent and house prices by 10 per cent, suggesting that a durable recovery in the U.S. housing market is finally under way.

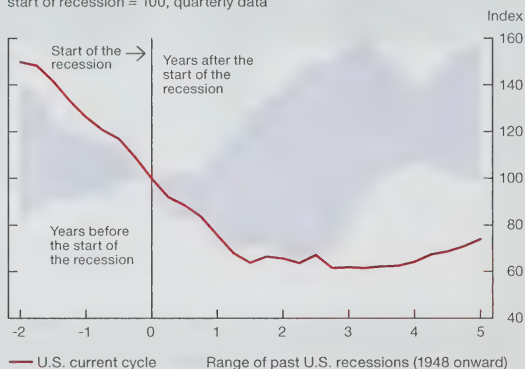
It will take time, however, for residential investment to return to a more normal level. Currently, the share of residential investment in GDP stands at only 2.6 per cent, about half its historical average before the crisis. The Bank's base-case projection calls for a continued, gradual recovery in U.S. residential investment. This recovery, combined with the positive spillovers to related industries (e.g., appliances and furniture) and the boost to household wealth, will make a significant contribution to U.S. real GDP growth over the 2013-15 period.

The U.S. housing recovery is delivering important benefits to the Canadian economy. The Bank projects that U.S. residential investment will grow at an average annual rate of about 12.5 per cent over the 2013-15 period which, all else equal, would be expected to boost Canadian export growth by an average of roughly 1 percentage point per year based on historical relationships. The higher income and wealth in the United States generated by the housing recovery will also lead to higher U.S. consumption, further raising demand for Canadian exports.

The most direct benefits to Canada will be felt by the forestry sector and other construction-related exports. Canadian lumber production fell sharply in 2006 as U.S. housing starts dropped, and while Canada was able to diversify somewhat into different markets—most notably China—this was not enough to offset the drop in U.S. demand (**Chart 1-B**). The stronger demand in the U.S. housing sector over the past year has led to a 55 per cent increase in lumber prices, which reached their highest level since April 2005. These higher prices have resulted in a terms-of-trade improvement for Canada as a net exporter of lumber, increasing Canadians' purchasing power and pushing up profits, ultimately stimulating production, employment, investment and wages in the forestry sector.<sup>1</sup> Given existing capacity, along with the efficiency-enhancing restructuring that has taken place within the forestry sector in recent years, Canadian producers are well positioned to respond in a timely manner.

**Chart 1-A: U.S. residential investment has considerable scope to grow**

U.S. real residential investment across economic cycles, start of recession = 100, quarterly data

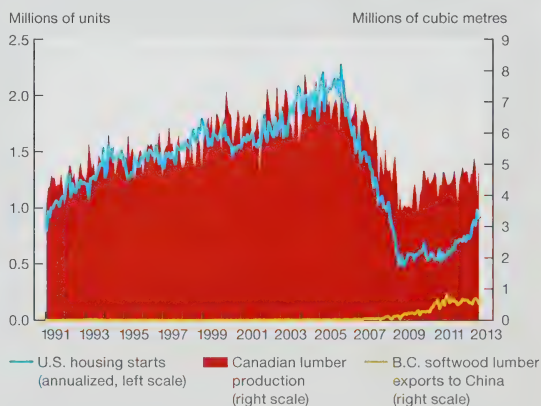


Sources: U.S. Bureau of Economic Analysis and Bank of Canada calculations

Last observation: 2012Q4

**Chart 1-B: Canadian lumber production will benefit from increasing U.S. housing demand**

Monthly data



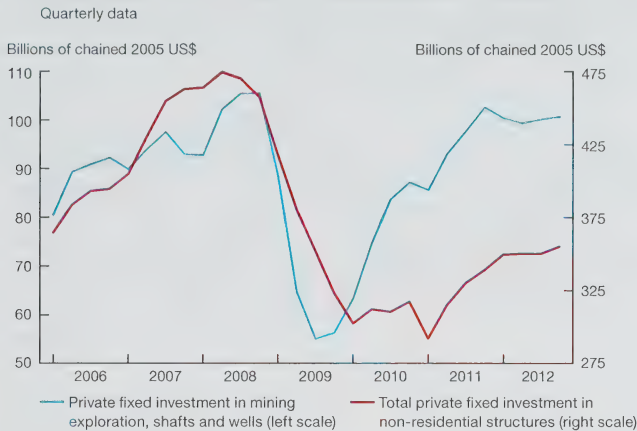
Sources: Statistics Canada, U.S. Census Bureau, and BC Stats

Last observations: January and February 2013

<sup>1</sup> For a more complete description of the channels through which commodity prices influence the Canadian economy, see Technical Box 2, "The Impact of Commodity Prices on the Canadian Economy," in the April 2011 *Monetary Policy Report*.



**Chart 11: Investment activity in the U.S. oil and gas sector is buoyant**



Source: U.S. Bureau of Economic Analysis

Last observation: 2012Q4

U.S. inflationary pressures remain weak. The price index for core personal consumption expenditures has risen at an annual rate of only 1.1 per cent over the past three months, although medium-term inflation expectations continue to be well anchored. A modest rise in U.S. inflation is anticipated over the projection horizon, however, as the excess supply gap is gradually reduced.

U.S. inflationary pressures remain weak

## Euro Area

Real GDP in the euro area decreased at an annual rate of 2.3 per cent in the fourth quarter of 2012, the largest drop since the 2008–09 recession. Germany's real GDP declined by 2.4 per cent owing to weak investment and exports, particularly exports to the United States. As well, activity in many peripheral economies continued to contract, dampened by the negative effects of fiscal austerity, low confidence and tight credit conditions. The transmission of monetary policy to the peripheral countries remains impaired, with market segmentation leading to persistently high bank lending rates, especially for small and medium-sized corporations (Chart 12).

Economic activity in the euro area is expected to decline further during the first half of 2013, although at a slower pace (Chart 13). A gradual recovery, initially supported by external demand, should then take hold. Domestic demand is not expected to become a significant driver of economic growth until late 2014, when the negative effects of tight lending conditions and fiscal consolidation begin to dissipate. On an average annual basis, real GDP in the euro area is expected to decline by 0.6 per cent in 2013, before rising by 0.8 per cent in 2014 and 1.4 per cent in 2015. Significant differences in the economic conditions of the core and peripheral economies are expected to persist. Relative to expectations at the time of the January Report, the outlook for the euro area has been revised downward.

Economic activity in the euro area is expected to decline further during the first half of 2013, although at a slower pace

Significant differences in the economic conditions of the core and peripheral economies are expected to persist

Headline CPI inflation in the euro area has eased in recent months, falling to 1.7 per cent on a year-over-year basis in March. The decline occurred despite the impact of increases in indirect taxes, which is estimated to have added up to 0.4 percentage points. Given the large excess supply gap, inflation is expected to decline further over the projection horizon.

**Chart 12: Interest rates on business loans in euro-area peripheral economies remain high**

Interest rate on new loans of up to €1 million and maturity 1-5 years granted to non-financial corporations, monthly data



Source: European Central Bank

Last observation: February 2013

**Chart 13: Economic activity in the euro area is expected to contract further in the first half of 2013**

Composite purchasing managers' index, monthly data



Note: The purchasing managers' index is a composite diffusion index. A reading above (below) 50 indicates that a larger percentage of firms reported that their production expanded (contracted) compared with the previous month, while a reading at 50 indicates that production was unchanged from the previous month.

Source: Markit Economics

Last observation: March 2013

Although the crisis in the euro area remains contained, the financial crisis in Cyprus and political uncertainty in Italy highlight ongoing vulnerabilities. To move the euro area onto a more sustainable growth trajectory, structural reforms to enhance competitiveness and further progress toward a banking union, as well as fiscal integration, will be needed.

## Japan

Real GDP in Japan grew by 0.2 per cent in the fourth quarter of 2012, following two consecutive quarterly declines. Long-standing weakness and deflationary pressures have prompted the Japanese authorities to undertake

*The Bank of Japan has recently announced a number of bold new measures*

more significant policy measures, including additional fiscal stimulus.<sup>4</sup> Most importantly, the Bank of Japan has moved to a 2 per cent inflation target and has recently announced a number of bold new measures designed to achieve this goal within two years—almost doubling the monetary base to ¥270 trillion (or 54 per cent of GDP) by the end of 2014, primarily through the purchase of longer-term Japanese government bonds.

This substantial policy easing will help boost the growth of domestic demand in Japan over the projection horizon. The recent sharp depreciation of the yen, coupled with an increase in external demand, is also expected to spur a significant rebound in exports. However, planned increases in the value-added tax in 2014 and 2015 may dampen growth somewhat.<sup>5</sup> Prospects for economic growth in Japan have been revised upward since the January *Report*, as the positive effect of more accommodative monetary policy more than offsets the negative influence of a downward revision to the Bank's view on Japan's potential output growth.<sup>6</sup>

◀ *Prospects for economic growth in Japan have been revised upward*

## Emerging-Market Economies

Real GDP growth in China slowed in the first quarter, following a pickup to very strong growth rates in the second half of 2012. Ongoing momentum in the residential real estate sector and renewed increases in home prices have raised concerns about imbalances in the sector, prompting Chinese policy-makers to introduce additional measures to limit housing demand (Chart 14).<sup>7</sup>

China's real GDP growth is expected to stabilize in a range between 7.5 per cent and 8 per cent over the next three years, reflecting policy actions taken to dampen the buildup of domestic imbalances. Growth in investment spending is projected to slow gradually, as public infrastructure investment moderates and the housing sector stabilizes in response to the new, more restrictive policy measures. In contrast, the growth of consumer spending is expected to gain momentum, fuelled by solid increases in wages and employment, as well as ongoing structural reforms. A rebound in exports is also anticipated, consistent with improving demand in advanced economies, but will likely be tempered by a projected appreciation in the real value of the renminbi.

◀ *China's real GDP growth is expected to stabilize in a range between 7.5 per cent and 8 per cent*

Economic activity has picked up in several other emerging-market economies (EMEs). While the improvement has been most pronounced in emerging Asia and parts of Latin America, there are sizable differences in economic conditions across and within regions. Growth in Mexico continues to be relatively strong, and economic growth in Brazil has firmed, although it remains below potential. An exception in emerging Asia has been India, where growth has slowed because of reductions in government spending, a disappointing summer harvest and ongoing supply-side constraints. Overall, economic activity in EMEs is projected to strengthen over the projection horizon, supported by continued policy stimulus and increasing external demand.

◀ *Economic activity has picked up in several other EMEs*

4 The Japanese government announced a supplementary budget in January 2013, with additional stimulus totalling ¥13.1 trillion, or 2.8 per cent of GDP. The effects of these measures were incorporated into the Bank's January base-case projection.

5 Subject to the strength of economic conditions, Japan's value-added tax will increase from 5 per cent to 8 per cent in April 2014 and to 10 per cent in October 2015.

6 The projected growth of potential output in Japan has been lowered, following a reassessment of the impact of the declining labour force.

7 These measures include a 20 per cent tax on capital gains on property transactions, as well as an increase in the down payment requirement and higher mortgage rates for homebuyers purchasing a second apartment in cities where housing prices are rising quickly.

**Chart 14: Ongoing momentum in China's housing sector is leading to renewed increases in home prices**

Year-over-year growth rate of prices for existing (resale) apartments, monthly data



Sources: SouFun Holdings Ltd. and Embassy of Canada in China

Last observation: March 2013

## Commodity Prices

Commodity prices remain high by historical standards (Box 2). Modest global demand and increased supply, however, have led to a 14 per cent decline in the Bank of Canada's commodity price index (BCPI) from its most recent peak in April 2011.<sup>8</sup> The BCPI is little changed since the *January Report* (Chart 15), as higher prices for Western Canada Select (WCS) crude oil, natural gas and lumber have been offset by declines in other components.

The Bank's crude oil price index is up about 7 per cent since the *January Report*, supported by the recovery in the price of WCS, which has jumped to US\$80 per barrel from a recent low of US\$55 per barrel in December. However, other benchmark prices for oil, such as Brent and West Texas Intermediate (WTI), have decreased. The rebound in the price for WCS is related to both increased use of rail transportation and a temporary reduction in production, which have eased constraints caused by insufficient pipeline capacity. As a result, the spread between WTI and WCS prices has returned closer to its historical norm of about US\$15 per barrel.

Based on the latest futures curves, Brent and WTI prices are expected to decline slightly over the projection horizon, and the spread between these benchmark prices is anticipated to narrow modestly (Chart 16). The gap between WTI and WCS prices is expected to widen somewhat, in response to an increase in Canadian production.

Natural gas prices have continued to rise in recent months, increasing by about 20 per cent since the *January Report*. At US\$4.20 per million BTU, however, prices remain well below the average level of US\$5.60 recorded over the past ten years. According to the latest futures curve, natural gas prices are expected to increase steadily, reaching US\$4.50 per million BTU by the end of 2015.

Prices for non-energy commodities have fallen by about 4 per cent since the last *Report*. Base metals prices have been on a declining trend since 2011, in line with slowing global economic growth, notably in China. Slower growth in demand, combined with increased supply, has led to a marked

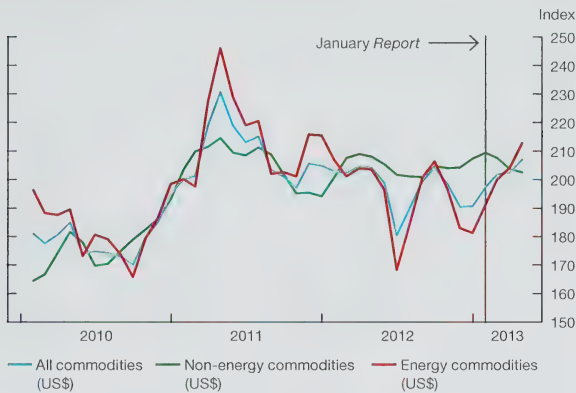
The Bank's crude oil price index is up about 7 per cent since the *January Report*

Prices for non-energy commodities have fallen by about 4 per cent

<sup>8</sup> Prices quoted in this section are as of Friday, 12 April 2013.

**Chart 15: The Bank's commodity price index is little changed, overall, since the January Report**

Bank of Canada commodity price index (rebased to January 2003 = 100), monthly data



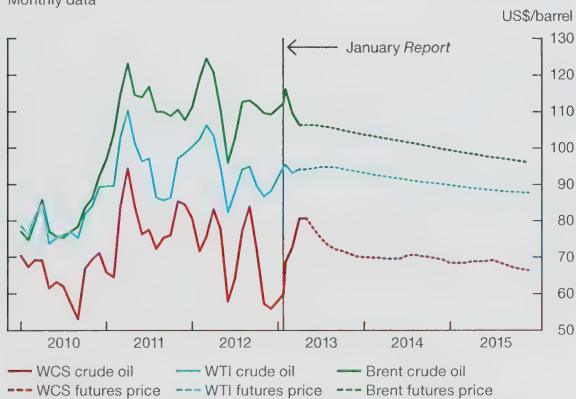
Note: Values for April 2013 are estimates based on the average daily spot prices up to 12 April 2013.

Source: Bank of Canada

Last observation: 12 April 2013

**Chart 16: The spread between prices for WCS and WTI has narrowed, but is expected to widen**

Monthly data



Note: Values for April 2013 are estimates based on the average daily spot prices up to 12 April 2013. Futures prices are estimates based on an average of futures contracts over the two weeks ending 12 April 2013.

Source: Bank of Canada

buildup of inventories. As a result, base metals prices are expected to remain weak over the near term, before firming modestly with the projected strengthening in global activity. Lumber prices are expected to continue rising in coming years, albeit at a more modest pace, since the impact of increased demand for lumber from the U.S. housing sector will be partly offset by expanding supply. Prices for agricultural products are somewhat lower than in January and are expected to decrease further over the projection horizon, as crop yields rebound from drought-reduced levels.



## Box 2

## Commodity Prices Remain Elevated

In recent years, commodity prices have been elevated and, at times, highly volatile. Currently, the Bank of Canada's commodity price index in inflation-adjusted terms (real BCPI) remains elevated relative to its historical average (Chart 2-A), largely as a result of higher prices for crude oil (Table 2-A).<sup>1</sup>

Commodity prices are not, however, as elevated as they were two years ago. Real prices for crude oil and base metals have declined 20 per cent and 28 per cent, respectively, since early 2011, mainly reflecting the impact of increased supply and slower-than-expected global economic growth (especially in China, one of the world's largest consumers of industrial commodities) (Chart 2-B). Oil prices remain very elevated despite the recent decline. Base metals prices, however, are now close to their long-run average.<sup>2</sup> Natural gas prices have fallen by 17 per cent over the past two years to a level below their historical average, as a result of the remarkable supply growth in shale gas in the United States. In contrast, lumber prices have soared by close to 55 per cent since early 2012, benefiting from the recovery in the U.S. housing market, and have moved back in line with their historical average.

Since the January Report, prices for the commodities produced in Canada have generally increased. Most notably, prices for Western Canada Select (WCS), an important

benchmark for Canadian oil producers and exporters, have risen by 32 per cent. However, this follows a similarly sharp decline in WCS prices through late 2012. These large price swings are consistent with the elevated volatility in this benchmark compared with global crude oil prices seen in recent years (Chart 2-C).

(continued...)

**Chart 2-A: Commodity prices remain elevated by historical standards**

Bank of Canada commodity price index (BCPI) in real terms, 1972Q1 = 100, quarterly data



Source: Bank of Canada

Last observation: 2013Q1

**Table 2-A: Prices in the real BCPI are generally above their 20- and 40-year averages**

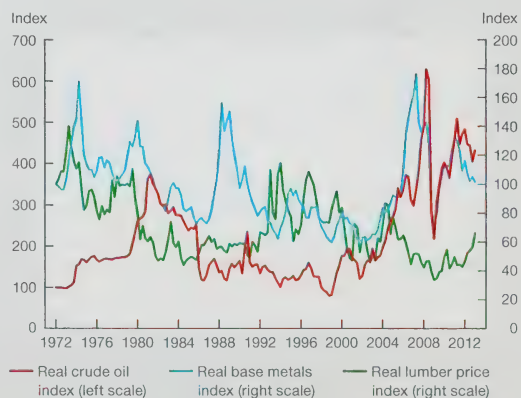
	40-year average (%)	20-year average (%)	Changes since January Report (%)
<b>BCPI</b>	27	34	3
<b>Non-energy</b>	8	25	-4
Base metals	3	11	-12
Lumber	-4	0	9
Agriculture	-4	30	-3
<b>Energy</b>	55	48	8
Oil	96	77	7
Natural gas	-33	-29	20

Note: All nominal indexes are deflated using the U.S. GDP deflator. Deviations of average real prices in the first quarter of 2013 relative to their average over the last 40 years (1973-2012) and 20 years (1993-2012) are shown. Changes since the January Report compare daily spot prices on 12 April against those for 18 January.

Sources: Haver Analytics and Bank of Canada calculations

**Chart 2-B: Real prices for crude oil and base metals have declined from recent peaks, while prices for lumber have increased**

1972Q1 = 100, quarterly data



Source: Bank of Canada

Last observation: 2013Q1

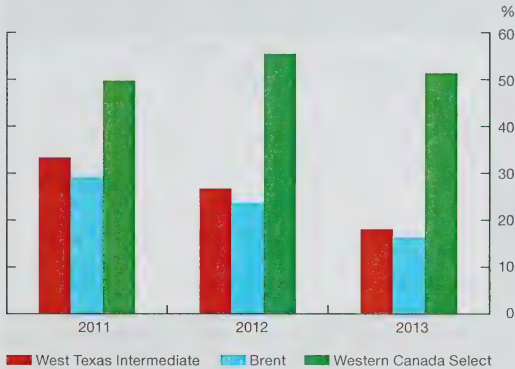
1 Other broader and more "global" commodity price benchmarks exhibit similar dynamics.

2 The persistent run-up in base metals prices prior to the financial crisis induced significant investment in new capacity. Most base metals markets are now oversupplied, resulting in record-high inventory levels.

Box 2 (continued)

**Chart 2-C: WCS prices are more volatile than those of other benchmarks**

Average annualized daily volatility



Note: Annualized daily volatility is computed using a GARCH (1,1) method. Annual figures are simple averages of daily data.

Source: Bank of Canada calculations

Last observation: 2013Q1

The relatively higher volatility of WCS prices reflects the lower market liquidity for WCS. This is essentially an over-the-counter cash market for physical delivery; hence, prices respond more quickly and strongly to issues related to transportation and infrastructure. Moreover, in recent years, the combination of robust production growth and limited progress in expanding transportation capacity has led to more frequent bottlenecks in the delivery of crude oil from Western Canada to market.<sup>3</sup> As a result, WCS prices are expected to remain volatile until sufficient transportation capacity is in place. This volatility adds to the uncertainty facing Canada's energy sector, which is expected to remain a factor restraining Canadian business investment.

<sup>3</sup> For further details, see Box 2, "Developments in the Canadian Energy Sector and Their Impact on the Economy," in the January 2013 Report.

## Implications for the Canadian Economy

Demand for Canada's non-commodity exports remains well below its pre-recession peak. The foreign activity measure has regained only 70 per cent of the decline registered during the 2008–09 recession, largely reflecting the still-low level of activity in the U.S. housing sector.<sup>9</sup> Nevertheless, demand for Canadian exports is expected to grow solidly over the projection horizon, mainly underpinned by the continued recovery in the U.S. housing market and robust growth in U.S. business investment. Notably, growing production of light crude oil in the United States is not expected to have a significant impact on Canadian exports of heavy crude. Commodity prices, which, in aggregate, are still at historically high levels, should continue to support Canada's terms of trade and gross domestic income.

◀ Demand for Canadian exports is expected to grow solidly

◀ Growing production of light crude oil in the United States is not expected to have a significant impact on Canadian exports of heavy crude

## Canadian Dollar

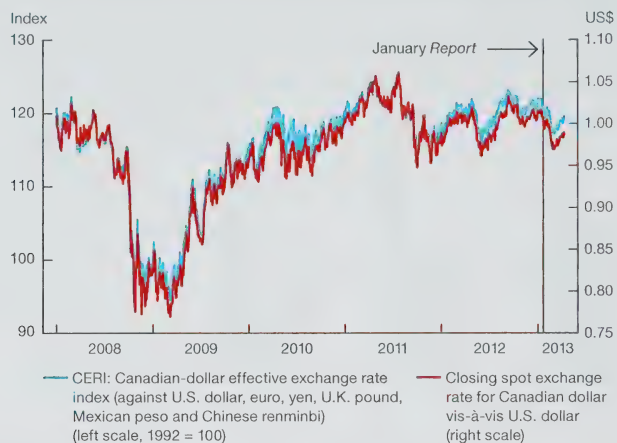
The Canadian dollar has averaged 98 cents U.S. since the March fixed announcement date, compared with the 101 cents U.S. assumed in January (Chart 17). It is assumed to remain at 98 cents U.S. over the projection horizon.

◀ The Canadian dollar is assumed to remain at 98 cents U.S.

<sup>9</sup> The foreign activity measure captures the composition of foreign demand for Canadian exports by weighting the various components of U.S. private final domestic demand and economic activity in other countries according to their importance for Canada's external trade.

**Chart 17: The Canadian dollar has depreciated since the January Report**

Daily data



Note: A rise in either series indicates an appreciation of the Canadian dollar.

Source: Bank of Canada

Last observation: 12 April 2013

# Canadian Economy

Following a weak second half of 2012, economic growth in Canada is projected to regain some momentum through 2013 as net exports pick up and business fixed investment returns to more solid growth (Chart 18). Consumer spending is expected to grow at a moderate pace over the projection horizon, while residential investment declines further from historically high levels. Growth in total household credit has slowed and the Bank continues to expect that the household debt-to-income ratio will stabilize near current levels. Despite the projected recovery in exports, they are likely to remain below their pre-recession peak until the second half of 2014, owing to restrained foreign demand and ongoing competitiveness challenges, including the persistent strength of the Canadian dollar.

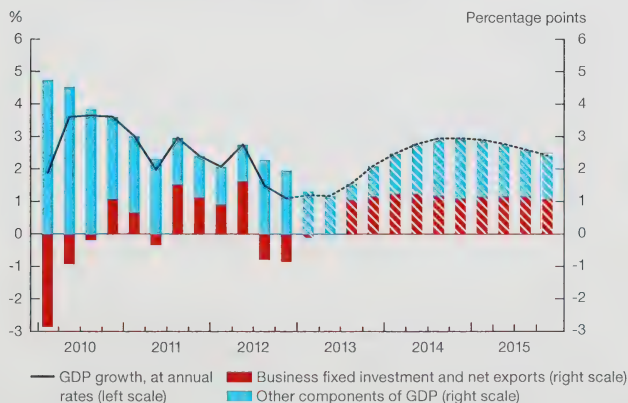
The outlook for the Canadian economy is slightly weaker than forecast in the January *Report*, with government spending now assumed to make an even smaller contribution to real GDP growth. Business investment growth is also projected to be somewhat weaker, reflecting ongoing challenges in the resource sector and firms' broader concerns regarding the strength of global and domestic demand. As a result, the Bank now sees the Canadian economy returning to full capacity only in mid-2015.

◀ Following a weak second half of 2012, economic growth in Canada is projected to regain some momentum through 2013

◀ The Bank now sees the Canadian economy returning to full capacity only in mid-2015

**Chart 18: Business fixed investment and net exports are expected to rebound from recent weakness**

Contributions to real GDP growth; 4-quarter moving average



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

► *Inflation is projected to rise gradually to the 2 per cent target by mid-2015*

► *The supply and price of credit for businesses and households in Canada remain very stimulative*

Total and core CPI inflation have remained low in recent months, broadly in line with expectations in the *January Report*, although there has been considerable monthly volatility. Both inflation measures are projected to remain well below 2 per cent in coming quarters, reflecting the material slack in the economy, heightened competitive pressures in the retail sector, and some special factors such as slower increases in regulated prices and the pass-through of previous declines in agricultural prices to consumer prices. As the economy returns to full capacity, and with inflation expectations well anchored, inflation is projected to rise gradually to the 2 per cent target by mid-2015.

## Financial Conditions

Reflecting in part the considerable monetary policy accommodation in place, the supply and price of credit for businesses and households in Canada remain very stimulative (Chart 19), continuing to provide important support to the economic expansion.

Canadian debt markets have generally remained strong in recent months. Yields on corporate bonds have edged down from their already exceptionally low levels, reflecting both a decline in yields on Canadian government bonds and a further narrowing in credit spreads. Canadian equity markets, however, have underperformed equity markets in some other advanced economies since the *January Report*.

Additional evidence that credit conditions for Canadian firms continue to be very stimulative is provided by the responses of firms surveyed in the Bank's spring *Business Outlook Survey* (available on the Bank's website under Publications and Research > Periodicals > BOS Spring 2013) and those of financial institutions surveyed in the latest *Senior Loan Officer Survey* (available on the Bank's website under Publications and Research > Periodicals > SLOS 2013Q1). Responses to these surveys indicate that, on balance, borrowing conditions are little changed since last autumn, following a period of almost uninterrupted easing since late 2009 (Chart 20). Nonetheless, some tightening has been reported for smaller firms in the resource sector.

**Chart 19: Borrowing costs for businesses and households remain very stimulative**

Weekly data



Note: For more information on these series, see <<http://credit.bankofcanada.ca/financialconditions>>.

Source: Bank of Canada calculations

Last observation: 12 April 2013



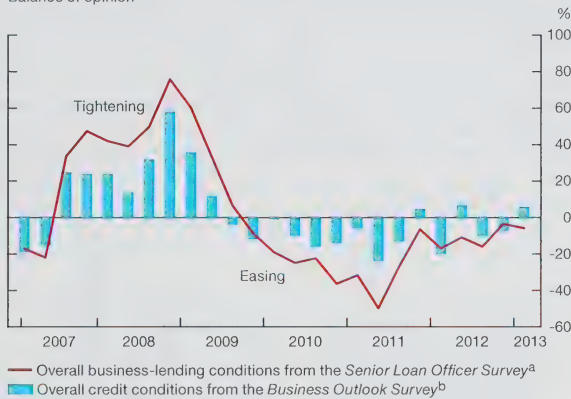
The favourable lending conditions offered to Canadian firms by financial institutions partly reflect the ongoing access by Canadian banks to low-cost funding across the term structure in both Canadian and foreign currencies.

The growth of total business credit has remained well above its historical average, stimulated by the highly advantageous financing conditions (Chart 21). Some moderation has been seen in recent months, however, partly reflecting the unwinding of transitory factors. In particular, bond issuance by non-financial corporations has slowed following rapid growth in the

◀ *Total business credit is still growing considerably faster than business investment*

**Chart 20: Lending conditions for Canadian firms have changed little in recent quarters**

Balance of opinion



a. Weighted percentage of surveyed financial institutions reporting tightened credit conditions minus the weighted percentage reporting eased credit conditions

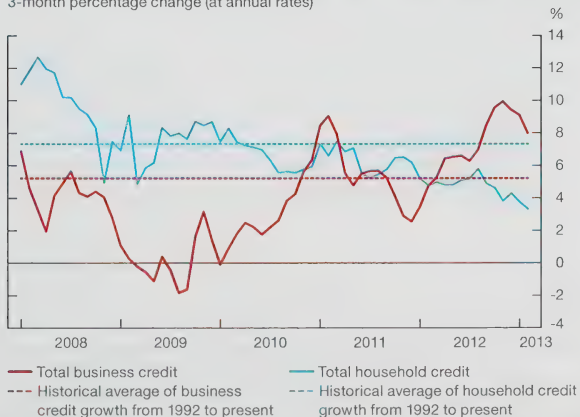
b. Percentage of firms reporting tightened credit conditions minus the percentage reporting eased credit conditions

Source: Bank of Canada

Last observation: 2013Q1

**Chart 21: Business credit growth remains well above its historical average, while the growth of household credit has slowed further**

3-month percentage change (at annual rates)



Source: Bank of Canada

Last observation: February 2013

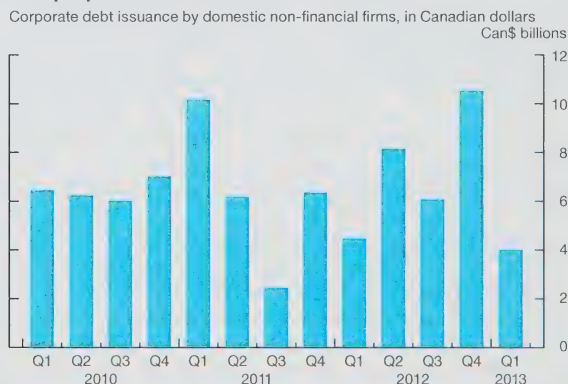
As expected, growth in total household credit has continued to moderate

The Bank continues to anticipate that the debt-to-income ratio will stabilize near current levels

fourth quarter of 2012 (Chart 22), which was boosted by the early refinancing of corporate debt at favourable interest rate levels, according to industry consultations. In spite of the recent slowing, total business credit is still growing considerably faster than business investment.

As expected, growth in total household credit has continued to moderate despite near-record-low borrowing rates (Chart 23). The cumulative effects of changes to mortgage insurance rules and the tightening of mortgage underwriting guidelines, an increasing appreciation among consumers of the risks associated with elevated debt levels, and the tightening bias of the Bank of Canada have all contributed to this moderation. With household credit growth slowing to a pace close to that of disposable income in the fourth quarter, the aggregate household debt-to-income ratio remained roughly unchanged from the previous quarter at 165 per cent. The Bank continues to anticipate that the debt-to-income ratio will stabilize near current levels.

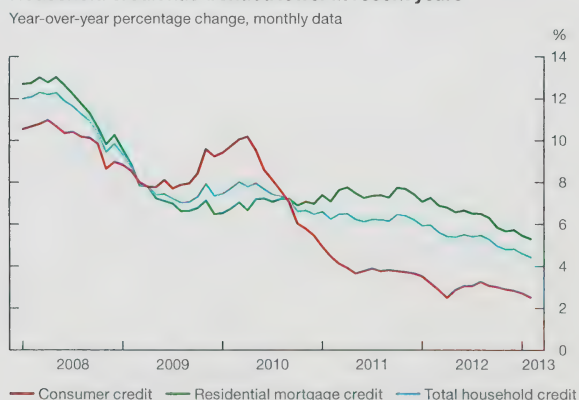
**Chart 22: Bond issuance by Canadian non-financial firms has slowed following its rapid pace at the end of 2012**



Source: Bank of Canada

Last observation: 2013Q1

**Chart 23: Household credit has trended lower in recent years**



Source: Bank of Canada

Last observation: February 2013

Growth in the narrow monetary aggregates has picked up noticeably since the beginning of the year, coincident with other indicators that suggest a firming in GDP growth. Growth in the broad monetary aggregates has also increased over the same period, largely owing to the contribution from narrow money. Nonetheless, the overall trend in broad money remains consistent with subdued inflationary pressures ahead.

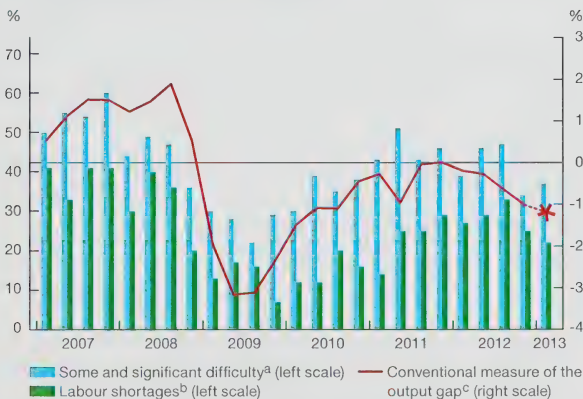
## Estimated Pressures on Capacity

Output-related indicators suggest that a material degree of slack has re-emerged in the Canadian economy, as real GDP expanded at a rate below that of the economy's production potential throughout 2012. Real GDP grew by 0.6 per cent (at annual rates) in the fourth quarter, with solid advances across most domestic components of GDP offset by an unexpectedly large reduction in inventory investment. The Bank estimates that real GDP growth picked up to 1.5 per cent in the first quarter of 2013, driven primarily by a stabilization in inventory investment as well as higher exports, which in turn were supported by improved global demand and the passing of the temporary factors that restrained activity in the energy sector through the second half of 2012. These rates of growth in output are slightly weaker than had been anticipated in the *January Report*, leaving the level of real GDP in the first quarter of 2013 0.3 per cent below the level expected at that time. Consistent with these dynamics, the Bank's conventional measure of the output gap widened slightly to -1.2 per cent in the first quarter of 2013 (Chart 24).

On balance, responses to the Bank's spring *Business Outlook Survey* also indicate a material degree of slack in the Canadian economy (Chart 24). The proportion of firms that would have difficulty meeting an unexpected increase in demand remains below the level seen over much of the past two

◀ A material degree of slack has re-emerged in the Canadian economy

**Chart 24: Excess capacity in the Canadian economy has increased in recent quarters and is material**



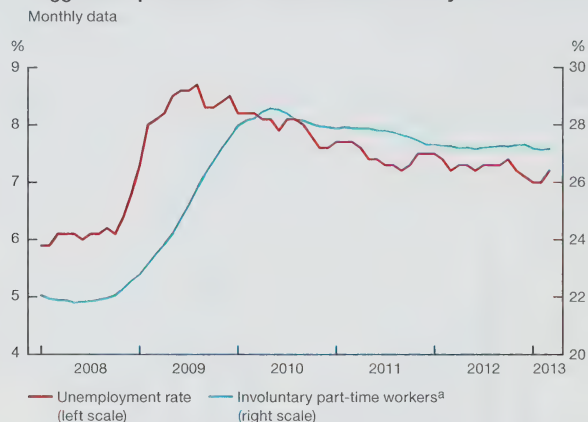
- a. Response to *Business Outlook Survey* question on capacity pressures. Percentage of firms indicating that they would have either some or significant difficulty meeting an unanticipated increase in demand/sales.
- b. Response to *Business Outlook Survey* question on labour shortages. Percentage of firms reporting labour shortages that restrict their ability to meet demand.
- c. Difference between actual output and estimated potential output from the Bank of Canada's conventional measure. The estimate for the first quarter of 2013 (indicated by \*) is based on a projected increase in output of 1.5 per cent (at annual rates) for the quarter.

*Labour market indicators more generally continue to suggest the persistence of slack, although to varying degrees*

years and below its historical average. The proportion of firms reporting labour shortages declined further in the latest survey, remaining below the survey average.

Labour market indicators more generally continue to suggest the persistence of slack, although to varying degrees (Chart 25). While the monthly employment data have been volatile, the unemployment rate declined to an average of 7.1 per cent in the first quarter, the lowest rate since the end of 2008. However, the average duration of unemployment and the proportion of involuntary part-time workers remain at elevated levels. In addition, wage growth has moderated in recent quarters (Chart 26).

**Chart 25: Despite some improvements, labour market indicators suggest the persistence of slack in the economy**



a. Expressed as a percentage of total part-time employment, unadjusted, 12-month moving average

Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations

Last observation: March 2013

**Chart 26: Increases in wages have been more subdued recently**



Sources: Statistics Canada and Human Resources and Skills Development Canada

Last observations: 2012Q4 and 2013Q1

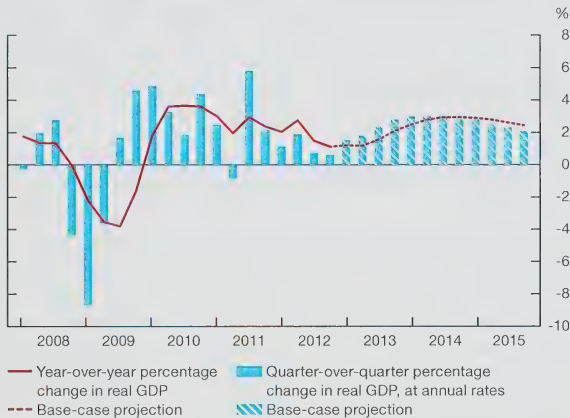
On balance, the Bank judges that the economy was operating about 1¼ per cent below its production capacity in the first quarter of 2013, a slightly larger degree of slack than expected in the *January Report*.

## The Real Economy

The Bank continues to forecast a pickup in real GDP growth through 2013 (Chart 27) and some rebalancing of aggregate demand in Canada. With external demand projected to grow solidly and some of the challenges in the resource sector expected to be addressed over time, the contributions to growth from net exports and business fixed investment are forecast to increase (Chart 18 and Table 2). Growth in household spending is projected to be relatively modest, reflecting continued moderate increases in

- ◀ On balance, the Bank judges that the economy was operating about 1¼ per cent below its production capacity in the first quarter of 2013
- ◀ The Bank continues to forecast a pickup in real GDP growth through 2013

Chart 27: Real GDP growth is expected to pick up through 2013



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

Table 2: Contributions to average annual real GDP growth  
Percentage points<sup>a</sup>

	2012	2013	2014	2015
Consumption	1.2 (1.1)	1.2 (1.1)	1.3 (1.3)	1.4
Housing	0.4 (0.4)	-0.2 (-0.1)	-0.1 (-0.1)	0.0
Government	-0.1 (-0.2)	0.1 (0.3)	0.1 (0.3)	0.1
Business fixed investment	0.6 (0.6)	0.4 (0.5)	0.8 (0.9)	0.8
<b>Subtotal: Final domestic demand</b>	<b>2.1 (1.9)</b>	<b>1.5 (1.8)</b>	<b>2.1 (2.4)</b>	<b>2.3</b>
Exports	0.5 (0.4)	0.7 (0.6)	1.5 (1.5)	1.4
Imports	-1.0 (-0.8)	-0.6 (-0.5)	-1.0 (-1.2)	-1.0
<b>Subtotal: Net exports</b>	<b>-0.5 (-0.4)</b>	<b>0.1 (0.1)</b>	<b>0.5 (0.3)</b>	<b>0.4</b>
Inventories	0.3 (0.4)	-0.1 (0.1)	0.2 (0.0)	0.0
<b>GDP</b>	<b>1.8 (1.9)</b>	<b>1.5 (2.0)</b>	<b>2.8 (2.7)</b>	<b>2.7</b>
<b>Memo items:</b>				
Potential output	2.0 (2.0)	2.1 (2.1)	2.2 (2.2)	2.1 (2.1)
Real gross domestic income (GDI)	1.5 (1.5)	1.9 (2.1)	2.6 (2.9)	2.8

a. Figures in parentheses are from the base-case projection in the January 2013 *Monetary Policy Report*. Those for potential output are from Box 2 in the October 2012 *Monetary Policy Report*.



**Table 3: Summary of the base-case projection for Canada<sup>a</sup>**

	2012	2013				2014				2015			
	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Real GDP (quarter-over-quarter percentage change at annual rates)	0.6 (1.0)	1.5 (2.3)	1.8 (2.7)	2.3 (2.9)	2.8 (2.9)	3.0 (2.8)	3.0 (2.8)	3.0 (2.5)	2.8 (2.3)	2.8 (2.5)	2.5 (2.3)	2.3 (2.1)	2.1
Real GDP (year-over-year percentage change)	1.1 (1.2)	1.2 (1.4)	1.2 (1.6)	1.6 (2.2)	2.1 (2.7)	2.5 (2.8)	2.8 (2.8)	2.9 (2.7)	2.9 (2.6)	2.9 (2.8)	2.8 (2.6)	2.6 (2.4)	2.4
Core inflation (year-over-year percentage change)	1.2 (1.3)	1.3 (1.4)	1.2 (1.4)	1.4 (1.7)	1.7 (1.9)	1.7 (1.9)	1.8 (1.9)	1.9 (2.0)	1.9 (2.0)	1.9 (2.0)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)	2.0
Total CPI (year-over-year percentage change)	1.0 (1.1)	0.9 (0.9)	1.0 (1.1)	1.2 (1.5)	1.6 (1.8)	1.6 (1.8)	1.7 (1.9)	1.9 (2.0)	1.9 (2.0)	1.9 (2.0)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)	2.0
Total CPI excluding the effect of the HST and changes in other indirect taxes (year-over-year percentage change)	0.8 (1.0)	0.9 (0.9)	1.1 (1.2)	1.3 (1.6)	1.7 (1.9)	1.7 (1.9)	1.7 (1.9)	1.9 (2.0)	1.9 (2.0)	1.9 (2.0)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)	2.0
WTI <sup>b</sup> (level)	88 (88)	94 (94)	94 (95)	95 (95)	94 (95)	93 (94)	92 (93)	91 (92)	90 (92)	90 (92)	89 (92)	88 (92)	88
Brent <sup>b</sup> (level)	110 (110)	113 (111)	106 (109)	106 (108)	104 (106)	103 (104)	102 (103)	101 (102)	100 (101)	99 (101)	98 (101)	97 (101)	96

a. Figures in parentheses are from the base-case projection in the January 2013 *Monetary Policy Report*.

b. Assumptions for the price of West Texas Intermediate and Brent crude oil (US\$ per barrel) are based on an average of futures contracts over the two weeks ending 12 April 2013.

Contributions to growth from net exports and business fixed investment are forecast to increase

consumption and further declines in residential investment. The contribution of government spending to GDP is expected to remain at levels well below its historical average.

On a quarterly basis, economic growth in Canada is expected to rise from the 1.5 per cent estimated for the first quarter of 2013 to 2.5 per cent in the second half of 2013 and 3.0 per cent in the first half of 2014 (Table 3). Despite this expected pickup, the weak output growth through the second half of 2012 causes real GDP growth on an annual average basis to dip to 1.5 per cent in 2013 from 1.8 per cent in 2012. The economy is then expected to grow by 2.8 per cent in 2014 and by 2.7 per cent in 2015, well above the estimated growth of potential output.

The level of economic activity over the projection horizon is somewhat lower than in the January Report

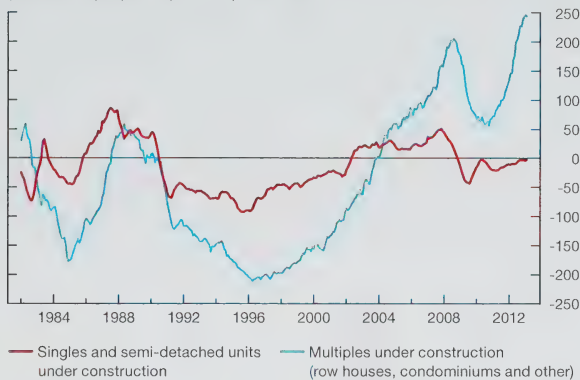
The level of economic activity over the projection horizon is somewhat lower than in the January Report. This reflects downward revisions to growth in government spending, in line with the latest budget announcements from all levels of government. It also reflects a slightly lower profile for business fixed investment, owing to firms' heightened concerns regarding the strength of demand as well as volatility in the prices received by Canadian oil producers.

Despite the recent moderation in the rate of new housing construction, there are still signs of overbuilding

Household spending has evolved broadly as expected in recent quarters. Consumption has risen at about the same pace as disposable income, holding the savings rate roughly stable at slightly below 4 per cent and continuing to restrain the need for consumer credit. At the same time, residential investment has declined further from historically high levels, owing to lower rates of new construction. Housing starts dropped markedly in the first quarter to an average of about 177,000 units, after remaining above demographic demand (estimated at roughly 185,000 units) over the past two years. Despite the recent moderation in the rate of new housing construction, there are still signs of overbuilding, particularly of multiple-unit dwellings in some urban areas (Chart 28). The resale housing market has shown some signs of stabilization in recent months, following the easing in both activity and prices from the high levels reached between the latter part of 2011 and early 2012. Still, valuations in some segments of the housing market remain stretched.

**Chart 28: Despite some moderation in new residential construction, there are still signs of overbuilding, particularly of multiple-unit dwellings**

Adjusted for population aged 25+ years, deviation from historical average, per 100,000 people, major metropolitan areas

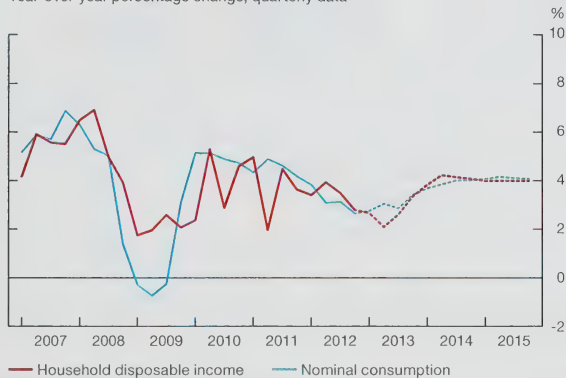


Sources: Canada Mortgage and Housing Corporation, Statistics Canada, and Bank of Canada calculations

Last observation: February 2013

**Chart 29: Consumption is expected to continue to grow at a moderate pace**

Year-over-year percentage change, quarterly data



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

As in the *January Report*, the outlook for household spending reflects some ongoing restraint by Canadian households related to high levels of debt. Consumption is still expected to grow at a moderate rate over the projection horizon, in line with the growth of disposable income (Chart 29). Residential investment is anticipated to decline further as overbuilding begins to be addressed, contributing to a more sustainable path for the housing sector. In this regard, the share of residential investment in the overall economy is projected to decline toward its historical average (Chart 30).

The Bank expects growth in business fixed investment to return to a more solid pace through 2013 (Chart 31) after slowing through the second half of 2012 (Box 3). This slowdown, which was concentrated in the resource sector, appears to have reflected both sector-specific challenges and more general concerns about the outlook for global and domestic demand. The

◀ Consumption is still expected to grow at a moderate rate, in line with the growth of disposable income

◀ The Bank expects growth in business fixed investment to return to a more solid pace through 2013...

## Box 3

## Factors Weighing on the Outlook for Business Investment

After picking up strongly during the recovery, business investment slowed unexpectedly in the second half of 2012. Over the same period, responses to the Bank's *Business Outlook Survey* began to indicate that concerns about demand were weighing on firms' expectations for business activity. In the most recent survey, many firms reported that uncertainty is leading them to postpone some investment projects or to favour investments with smaller capital outlays, shorter payback periods or less risk, or to shift their investment spending toward new or different segments of demand. The source of the uncertainty weighing on investment plans was most often related to demand or sector-specific conditions (Chart 3-A).

According to Statistics Canada's survey on private and public investment intentions, plans for private capital spending for 2013 registered their smallest increase since 2009. Investment intentions weakened in several sectors, including manufacturing, although much of the overall weakness came from the mining and oil and gas extraction sectors, where investment intentions are no longer growing (Chart 3-B). These sectors led investment activity earlier in the recovery and together account for 35 per cent of business investment in Canada. Recent pressures on investment intentions in these sectors are described below.

### Oil and gas

Lower prices for Western Canada Select (WCS), coupled with historically low prices for natural gas and heightened uncertainty about the global economic outlook, contributed to a marked slowdown in engineering investment in Canada in the second half of 2012. In Western Canada, drilling activity was less buoyant as firms dealt with lower prices and cash flows, and junior and intermediate producers experienced challenges accessing capital markets. In addition, concerns about the likelihood and timing of major pipeline projects, together with the rapid increase in the production of light oil in the United States, have led to uncertainty around pricing and market access going forward. This uncertainty persists and, notwithstanding the strengthening of WCS prices in recent months, is tempering investment intentions for 2013-14 as some firms are re-evaluating their projects.

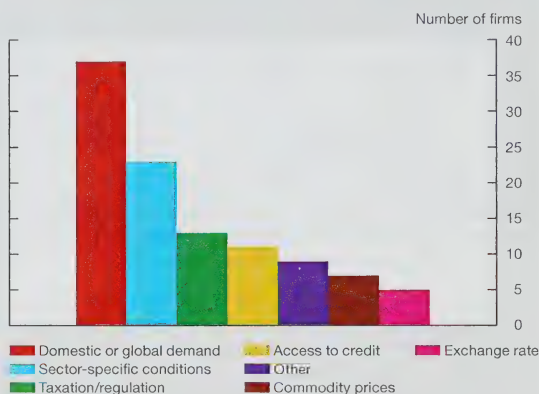
### Mining

Following an intense period of exploration and large investments in the mining sector, the price profile for several metals extracted in Canada has weakened amid sluggish global demand and growing world supply. Many mining firms have shifted to lower-cost projects that pose less risk in this environment. At the same time, higher construction and

operating costs have provided strong incentives to invest to improve efficiency. As with oil and gas, junior mining companies have faced difficult capital market conditions, and many are re-evaluating their exploration programs to shut down or divest their high-cost, non-core assets.

(continued...)

**Chart 3-A: Firms indicate that uncertainty about demand or sector-specific conditions is affecting their investment plans**

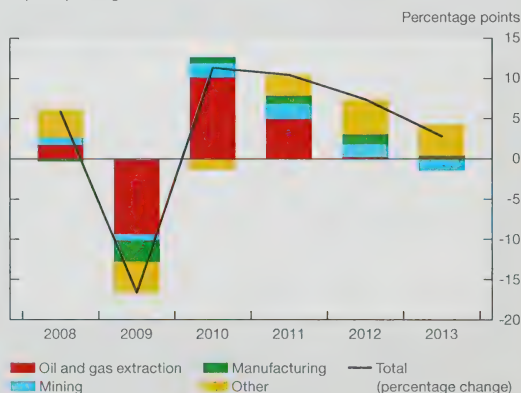


Note: Respondents were allowed to give multiple answers.

Source: Bank of Canada, based on responses of firms reporting in the spring 2013 *Business Outlook Survey* that uncertainty was having some influence on investment plans

**Chart 3-B: Investment intentions in oil and gas extraction and mining are no longer growing**

Contribution to the percentage change in total nominal private non-residential capital spending; annual data



Sources: Statistics Canada, "Private and Public Investment, 2013" and Bank of Canada calculations

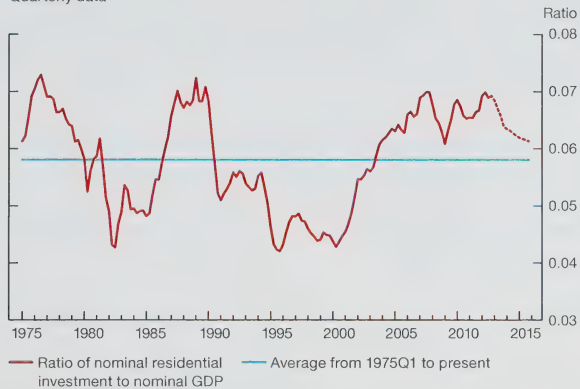
## Box 3 (continued)

Overall, factors weighing on investment plans in energy and mining are likely to persist in the near term. Some of the factors dampening investment intentions in other sectors are expected to subside over the second half of 2013, as foreign demand improves and uncertainty surrounding the economic

outlook dissipates. In the longer term, the investment outlook depends on several developments, notably, stronger demand in emerging-market economies and the resolution of bottlenecks in the infrastructure for transporting North American crude oil.

**Chart 30: The share of residential investment in GDP is expected to decline from its current high level**

Quarterly data



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

projection for more solid investment growth continues to be supported by the healthy aggregate financial position of Canadian firms, favourable credit conditions and the strong Canadian dollar, as well as the impetus to improve productivity amid heightened pressures to become more competitive. However, there are signs that the factors that have recently been weighing on investment growth are likely to persist for some time. Responses to the Bank's spring *Business Outlook Survey* point to moderate growth in business fixed investment over the near term, with many firms reporting that uncertainty regarding economic developments is influencing their investment plans and decisions, most frequently leading them to postpone projects. Statistics Canada's latest annual survey of private and public investment also implies only a gradual rise in business investment growth in the quarters ahead, with the average annual nominal rate of growth in 2013 projected to be down from 2012, notably in the resource sector. Against this backdrop, the Bank now forecasts a more subdued pickup in the growth rate of business fixed investment than was anticipated in the January *Report*.

Government spending is expected to contribute only very marginally to real GDP growth over the projection horizon (Chart 32). While this contribution is considerably weaker than has been typical historically, it is in line with the plans of federal, provincial and local governments to consolidate spending. The profile for government spending is lower than in the January *Report*, reflecting spending plans announced in recent budgets at all levels of government, as well as the latest information provided by the National Accounts.

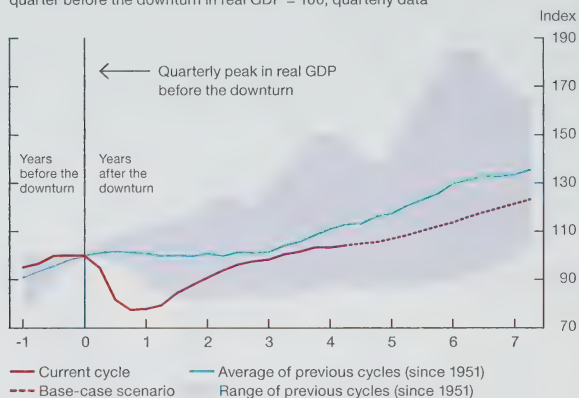
...however, there are signs that the factors that have recently been weighing on investment growth are likely to persist for some time

Government spending is expected to contribute only very marginally to real GDP growth



**Chart 31: Business fixed investment is projected to grow at a slower pace than in the average cycle**

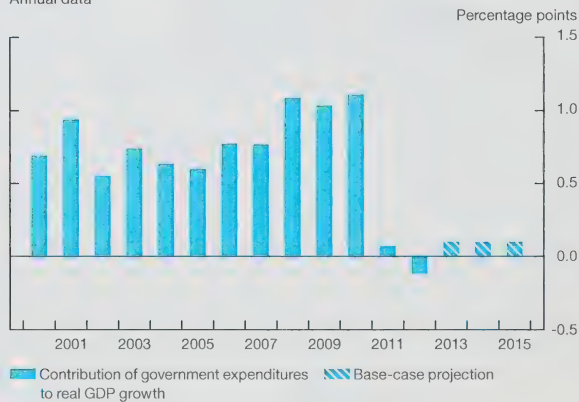
Comparison of real business fixed investment across economic cycles; quarter before the downturn in real GDP = 100, quarterly data



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

**Chart 32: Government spending is expected to contribute only marginally to real GDP growth**

Annual data



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

Available indicators suggest a continued pickup in exports in early 2013 following a sharp contraction in the third quarter of 2012

The growth of exports continues to be restrained by ongoing competitiveness challenges

The Bank expects net exports to provide a rising, although still relatively modest, contribution to GDP growth over the next two years. Available indicators suggest a continued pickup in exports in early 2013 following a sharp contraction in the third quarter of 2012, which resulted in part from temporary disruptions in the energy sector (Box 4). Exports are projected to continue to grow at a solid pace thereafter, consistent with the strengthening of private sector demand in the United States and the projected recovery in the global economy more broadly (Box 1). However, the growth of exports continues to be restrained by ongoing competitiveness challenges, including the persistent strength of the Canadian dollar, which is being influenced by safe-haven flows and spillovers from global monetary



## Box 4

## Explaining the Unexpected Weakness of the Canadian Economy in 2012

Canadian economic activity was weaker than expected in 2012. On an average annual basis, real GDP grew by 1.8 per cent, compared with the 2.4 per cent projected in the April 2012 *Monetary Policy Report*. The most important contributors to this unexpected weakness were exports and, to a lesser extent, business fixed investment, the effects of which were only partly offset by higher inventory investment and weaker imports (**Chart 4-A**). Government expenditures and household spending were roughly in line with expectations.

Economic growth in the United States in 2012 was broadly consistent with the Bank's expectations last April, particularly in those components of demand most important to Canadian exports. Largely as a result, the Canadian foreign activity measure, which is used as a proxy for external demand for Canadian products, grew roughly as had been projected in April 2012 (**Chart 4-B**). Canadian exports thus appear to have significantly underperformed.

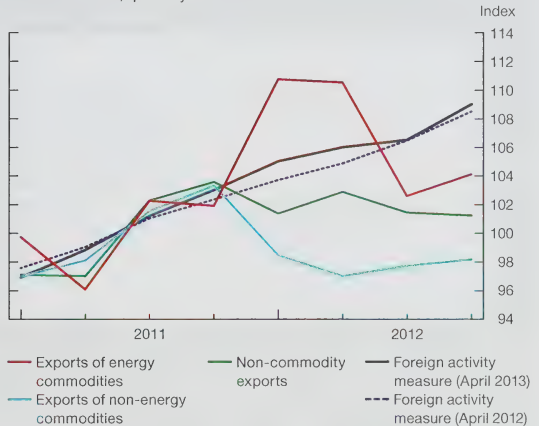
The weakness in Canadian exports over the past year partly reflects idiosyncratic developments unrelated to the strength of foreign demand, notably unanticipated disruptions at numerous oil-extraction facilities in Canada and temporary pipeline limitations that constrained exports of crude oil. The relative weakness of exports may also reflect shifts in the structure of foreign demand for Canadian products, which are not fully captured by the foreign activity measure. For example, Canadian exports of non-energy commodities to China and other emerging-market economies (EMEs) have become more significant to Canadian trade in recent years. EMEs recovered relatively quickly from the global recession, but their economic growth was weaker in 2012 than the Bank had expected. Finally, competitiveness

challenges may also have played a role, with the Canadian dollar remaining strong and productivity growth weak.

The Bank's projection incorporates some further decline in exports relative to the foreign activity measure despite the anticipated unwinding of the transitory factors that had depressed commodity exports (**Chart 4-C**). This creates some upside risk to exports ahead.

**Chart 4-B: In 2012, exports were much weaker than the foreign activity measure**

Index 2011 = 100; quarterly data

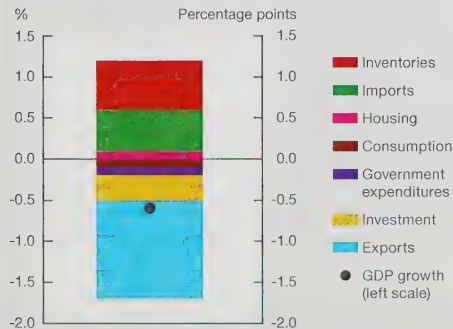


Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations

Last observation: 2012Q4

**Chart 4-A: Unexpected weakness in real GDP growth has stemmed mainly from lower exports**

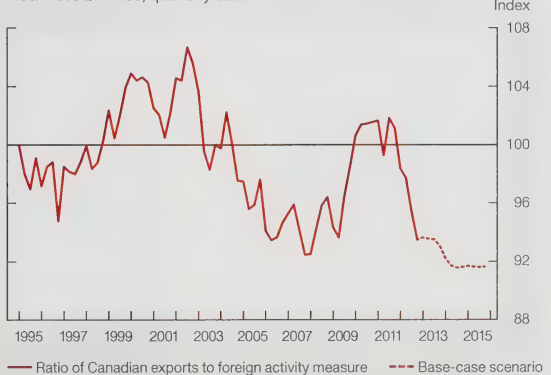
Contribution to the surprise to annual real GDP growth in 2012 relative to the April 2012 *Report*



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations

**Chart 4-C: The Bank projects some further decline in the ratio of exports to the foreign activity measure**

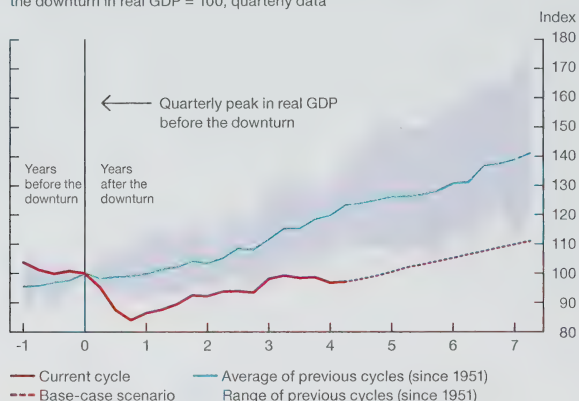
Index 1995Q1 = 100; quarterly data



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

**Chart 33: The recovery in exports is expected to remain weak, owing to external headwinds and competitiveness challenges**

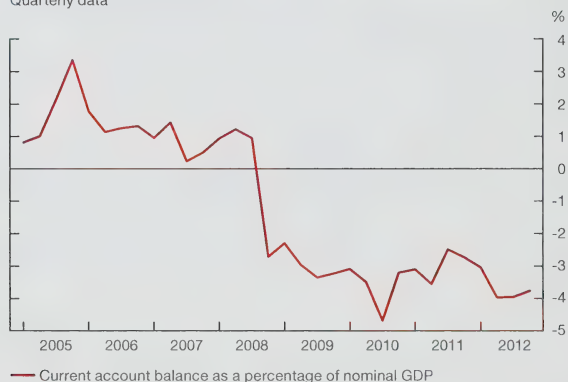
Comparison of real exports across economic cycles; quarter before the downturn in real GDP = 100, quarterly data



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

**Chart 34: Canada's current account deficit remains relatively wide**

Quarterly data



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations

Last observation: 2012Q4

policy. These challenges, coupled with the still-weak level of foreign demand, suggest that Canada's exports will not regain their pre-recession peak until the second half of 2014 (Chart 33).

Relative to the *January Report*, net exports have been revised up somewhat in 2014, reflecting the slightly higher level of foreign demand relative to domestic demand. With modest improvements in the real trade balance, Canada's sizable current account deficit, which is currently around 4 per cent of GDP (Chart 34), is projected to narrow gradually over the forecast horizon.

Given the above projection for real GDP, the Canadian economy is expected to reach full capacity in mid-2015, later than anticipated in the *January Report*.

## Inflation

Total and core CPI inflation have remained low in recent months, broadly in line with expectations in the January *Report*. There has been considerable monthly volatility, however, largely related to movements in auto prices.

The low level of core inflation, at an average of 1.2 per cent in January and February, reflects muted price pressures across a wide range of goods and services. This is consistent with the material excess capacity in the economy as well as heightened competitive pressures on retailers from both domestic and foreign sources. The continued expansion of big-box stores in Canada and the arrival of large U.S. retailers have been factors, as has the rise in online shopping. There has also been an increase in cross-border shopping, stimulated by the persistent strength in the Canadian dollar and the rise in travellers' duty-free exemptions for short stays implemented in June 2012. In addition, a number of special factors have put downward pressure on core inflation in recent quarters, including slower increases in regulated prices (such as auto insurance) and the relatively large impact of past declines in the world prices of agricultural commodities on food and clothing prices in Canada.

Total CPI inflation, which averaged 0.9 per cent in January and February, has been restrained by low core inflation as well as by declining mortgage interest costs, although this has been offset in part by higher prices for gasoline in recent months.

Inflation expectations remain well anchored. As reported in the Bank's spring *Business Outlook Survey*, 93 per cent of firms surveyed expect average inflation over the next two years to remain within the 1 to 3 per cent inflation-control range. A majority of firms now expect inflation to be in the lower half of that range, consistent with the Bank's inflation projection. The April Consensus Economics forecasts for total CPI inflation were 1.4 per cent in 2013 and 1.8 per cent in 2014. Market-based measures of longer-term inflation expectations also continue to be consistent with the 2 per cent inflation-control target.

Core inflation is expected to remain subdued in coming quarters before rising gradually to 2 per cent by mid-2015 (Chart 35), as the economy returns to full capacity, the special factors that are weighing on core inflation subside, and inflation expectations remain well anchored.<sup>10</sup> In addition, while wage growth has been relatively subdued recently, partly because of ongoing public sector wage restraints, productivity growth has been weak. As a result, growth in unit labour costs has risen in recent quarters (Chart 36), which is expected to contribute to the anticipated gradual rise in core inflation. The projection for core inflation is slightly lower than in the January *Report* owing to the greater-than-anticipated slack in the Canadian economy over most of the projection horizon.

Total CPI inflation is projected to remain near 1 per cent through a large part of 2013, owing to low core inflation as well as the dampening impact of lower mortgage interest costs. Thereafter, total CPI inflation is expected to return gradually to target by mid-2015. The profile for total inflation is somewhat lower than in the January *Report*, mainly because of more subdued core inflation.

▣ *The low level of core inflation is consistent with the material excess capacity in the economy as well as heightened competitive pressures on retailers*

◀ *A number of special factors have put downward pressure on core inflation*

◀ *Inflation expectations remain well anchored*

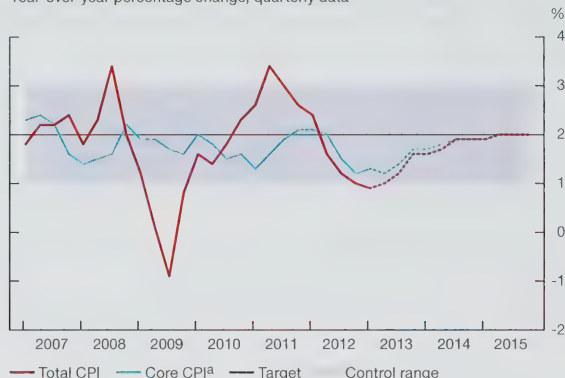
◀ *Core inflation is expected to remain subdued in coming quarters before rising gradually to 2 per cent*

▣ *Total CPI inflation is expected to return gradually to target by mid-2015*

<sup>10</sup> As previously assumed, the indirect effects associated with the restoration of the provincial sales tax in British Columbia are expected to have a minor effect on core inflation over the projection horizon (see the April 2012 *Monetary Policy Report*).

**Chart 35: Total CPI inflation is projected to remain below 2 per cent until mid-2015**

Year-over-year percentage change, quarterly data

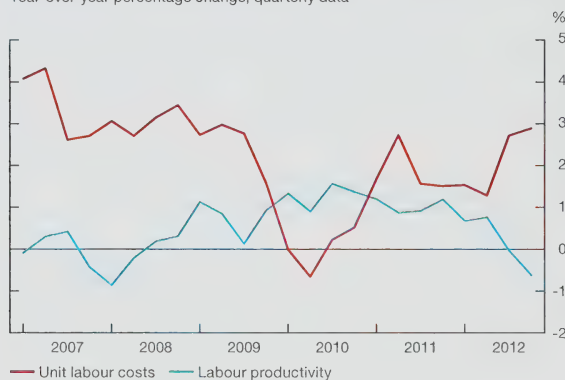


a. CPI excluding eight of the most volatile components and the effect of changes in indirect taxes on the remaining components

Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

**Chart 36: Unit labour costs have picked up owing to weak productivity**

Year-over-year percentage change, quarterly data



Source: Statistics Canada

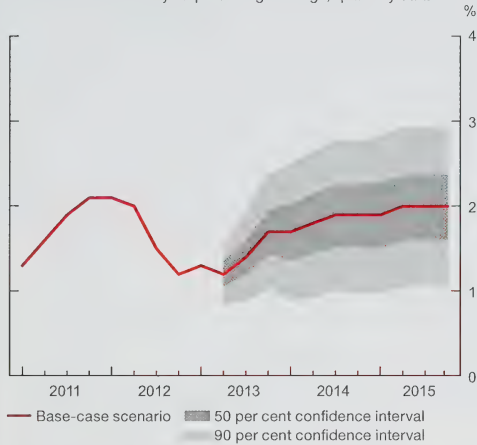
Last observation: 2012Q4

This projection includes a gradual reduction in monetary stimulus over the projection horizon, consistent with achieving the inflation target.

The uncertainty surrounding the Bank's inflation projection is illustrated using fan charts. **Chart 37** and **Chart 38** depict the 50 per cent and 90 per cent confidence bands for year-over-year core inflation and total CPI inflation from the second quarter of 2013 to the end of 2015.

**Chart 37: Projection for core CPI inflation**

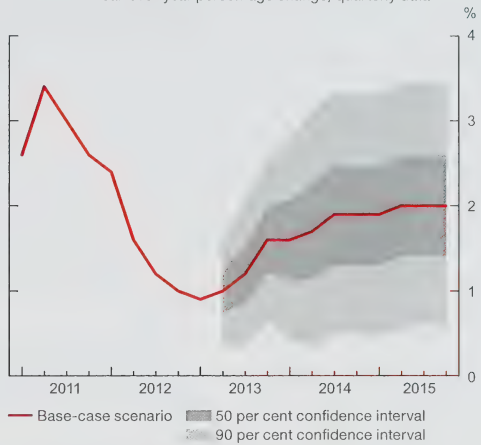
Year-over-year percentage change, quarterly data



Source: Bank of Canada

**Chart 38: Projection for total CPI inflation**

Year-over-year percentage change, quarterly data



Source: Bank of Canada





# Risks to the Outlook

---

The inflation outlook in Canada is subject to upside and downside risks, which are similar to those identified in the January *Report*.

The three main upside risks to inflation in Canada relate to the possibility of stronger-than-expected growth in the U.S. and global economies, a sharper-than-expected rebound in Canadian exports, and renewed momentum in Canadian residential investment.

- Private sector demand in the United States has been stronger than expected, and could continue to surprise on the upside given the degree of household deleveraging that has already taken place. In addition, the extraordinary monetary policy measures recently adopted by a number of countries could have a larger-than-anticipated effect on global demand and commodity prices.
- Growth in Canadian exports could be stronger than expected if exporters improve their competitiveness more rapidly than currently assumed. The unexpected weakness in exports in the second half of 2012 could also give way to a sharper rebound in 2013.
- While residential investment in Canada has declined as expected after reaching record-high levels, it could regain momentum, adding to domestic demand for a time but reinforcing existing imbalances.

The three main downside risks to inflation in Canada relate to the European crisis, more protracted weakness in business investment and exports in Canada, and the possibility that growth in Canadian household spending could be weaker.

- Failure to contain the crisis in Europe remains the most serious risk facing the global and Canadian economies. Even if the crisis stays contained, there is a risk that the weakness in Europe could be more protracted and that uncertainty could remain elevated for longer than presently projected.
- The projected pickup in Canadian economic growth through 2013 relies heavily on an improvement in business investment and net exports. There is a risk that the recent poor performance could be extended longer than expected, particularly if external demand is weaker or if commodity prices are less supportive.
- Continuing high household debt levels in Canada could lead to weaker household spending. Relatedly, if there were a sudden weakening in the Canadian housing sector, it could have sizable spillover effects on other areas of the economy.

Overall, the Bank judges that the risks to the inflation outlook in Canada are roughly balanced over the projection horizon.



- Le lourd endettement persistant des ménages canadiens pourrait donner lieu à des dépenses plus faibles chez ces derniers. Dans le même ordre d'idées, un brusque affaiblissement du secteur du logement au Canada pourrait avoir des répercussions notables sur d'autres secteurs de l'économie.
- Dans l'ensemble, la Banque estime que les risques qui pèsent sur les perspectives d'évolution de l'inflation au Canada sont relativement équilibrés au cours de la période de projection.

# Les risques entourant les perspectives

Des risques à la hausse et à la baisse semblables à ceux dont faisait état le *Rapport* de janvier présent sur les perspectives d'inflation au Canada.

Les trois principaux risques à la hausse ont trait à la possibilité que la croissance de l'économie aux États-Unis et dans le reste du monde soit plus forte qu'anticipé, que la reprise des exportations canadiennes soit plus vive qu'anticipé et que l'investissement résidentiel au Canada affiche un dynamisme renouvelé.

■ La demande du secteur privé aux États-Unis a été plus vigoureuse qu'attendu et elle pourrait continuer à dépasser les attentes, compte tenu du degré de désendettement des ménages qui a déjà eu lieu. De plus, les mesures exceptionnelles de politique monétaire adoptées récemment par un certain nombre de pays pourraient avoir des répercussions plus fortes que prévu sur la demande mondiale et sur les prix des produits de base.

■ L'expansion des exportations canadiennes pourrait être plus vigoureuse qu'anticipé si les exportateurs améliorent leur compétitivité plus rapidement qu'on ne l'entrevoit présentement. La faiblesse inattendue des exportations au second semestre de 2012 pourrait aussi faire place à un rebond plus prononcé en 2013.

■ Bien qu'après avoir atteint des sommets inégaux, l'investissement résidentiel au Canada ait reculé comme prévu, il pourrait reprendre de l'élan, contribuant ainsi à augmenter la demande intérieure pendant un certain temps, mais accentuant les déséquilibres déjà présents.

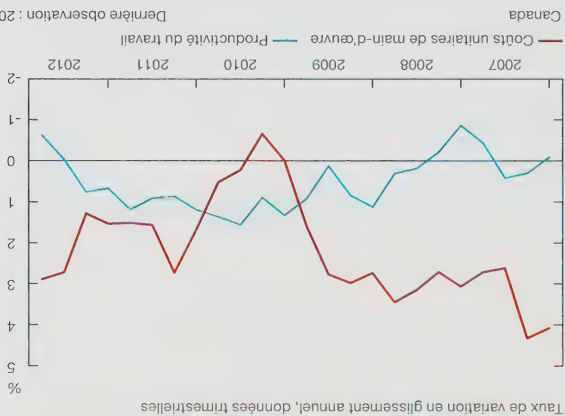
Les trois principaux risques à la baisse touchant l'inflation au Canada sont liés à la crise européenne, à une faiblesse prolongée des investissements des entreprises et des exportations canadiennes, et à la possibilité que la progression des dépenses des ménages canadiens soit plus faible.

■ L'incapacité de contenir la crise en Europe demeure le risque le plus grave qui pèse sur les économies mondiale et canadienne. Même si cette crise reste contenue, il se pourrait que l'atonie en Europe soit plus durable et que l'incertitude demeure élevée plus longtemps qu'on ne l'envisage à présent.

■ Le redressement projeté de la croissance économique au Canada au cours de 2013 dépend dans une large mesure d'une amélioration des investissements des entreprises et des exportations nettes. Il existe un risque que les résultats médiocres enregistrés récemment à ce chapitre persistent plus longtemps que prévu, en particulier si la demande extérieure est plus faible ou si les prix des produits de base sont moins favorables.

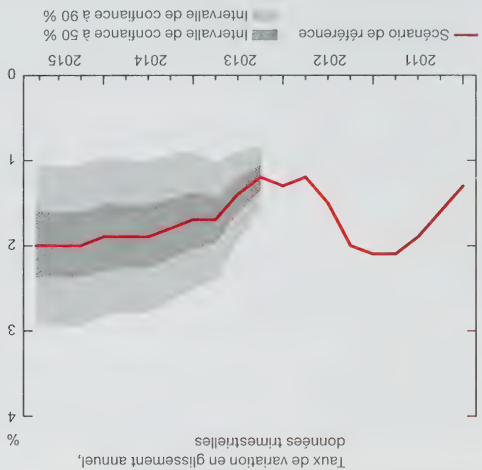
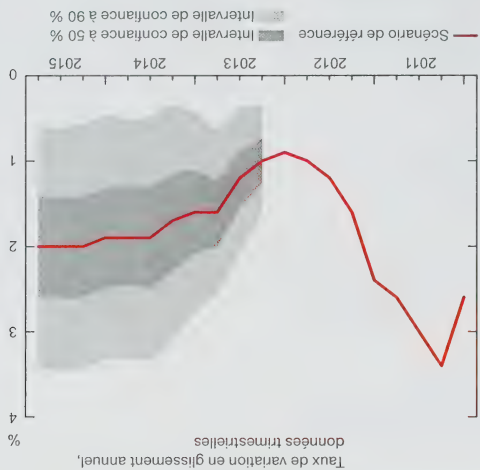




**Graphique 36 : Sous l'effet de la faiblesse de la productivité, la hausse des**

La projection de la Banque intègre une réduction de la détente monétaire se réalisant progressivement au cours de la période de projection, de façon compatible avec l'atteinte de la cible d'inflation.

L'incertitude entourant la projection de la Banque en matière d'inflation est illustrée à l'aide de graphiques en éventail. Le Graphique 37 et le Graphique 38 présentent les intervalles de confiance à 50 % et à 90 % relatifs au rythme d'augmentation en glissement annuel de l'indice de référence et de l'IPC global pour la période allant du deuxième trimestre de 2013 à la fin de 2015.

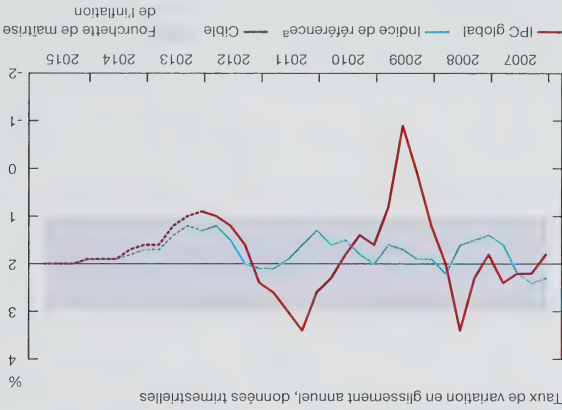
**Graphique 37 : Projection relative à l'inflation mesurée****Graphique 38 : Projection relative à l'inflation mesurée**

restera en moyenne à l'intérieur de la fourchette de maîtrise de l'inflation de 1 à 3 %. Une majorité de répondants s'attendent maintenant à ce qu'elle se situe dans la partie inférieure de cette fourchette, ce qui cadre avec la projection de la Banque. Les compilations de Consensus Economics publiées en avril font état de taux d'augmentation prévus de l'IPC global de 1,4 % pour 2013 et de 1,8 % pour 2014. Les mesures des attentes d'inflation à long terme issues du marché continuent aussi de concorder avec la cible de 2 %.

L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait demeurer modérée au cours des prochains trimestres avant de remonter graduellement à 2 % d'ici le milieu de 2015 (Graphique 35), alors que l'économie retourne à son plein potentiel, que les facteurs spéciaux qui ont freiné l'accroissement de l'indice se dissipent et que les attentes d'inflation restent bien ancrées<sup>10</sup>. De plus, bien que la progression des salaires ait été relativement modeste ces derniers temps, notamment du fait des restrictions salariales qui se poursuivent dans le secteur public, la croissance de la productivité a été faible. Par conséquent, la hausse des coûts unitaires de la main-d'œuvre s'est accentuée durant les récents trimestres (Graphique 36), ce qui devrait favoriser la montée graduelle de l'inflation mesurée par l'indice de référence. La projection relative à l'inflation mesurée par l'indice de référence a été revue légèrement à la baisse depuis la parution du *Rapport* de janvier, compte tenu du niveau plus élevé qu'escompté des capacités excédentaires au sein de l'économie canadienne pendant la majeure partie de la période de projection.

La Banque prévoit que le rythme d'augmentation de l'IPC global demeurera à 1 % environ pendant une bonne partie de 2013, à la lumière du bas niveau de l'inflation mesurée par l'indice de référence et aussi de l'effet modérateur provenant des coûts d'intérêt hypothécaire plus bas. Après quoi, l'inflation mesurée par l'IPC global devrait revenir graduellement à la cible d'ici le milieu de 2015. Le profil d'évolution de l'IPC global est quelque peu plus faible qu'on ne l'envisageait en janvier, principalement en raison du taux d'accroissement plus modéré de l'indice de référence.

**Graphique 35 : L'inflation mesurée par l'IPC global devrait se maintenir au-dessous de 2 % jusqu'à la mi-2015**



a. Indice excluant huit des composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes

Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

10 Comme on le supposait auparavant, les effets indirects associés au rétablissement de la taxe de vente provinciale en Colombie-Britannique devraient avoir une influence mineure sur l'inflation mesurée par l'indice de référence au cours de la période de projection (voir la livraison d'avril 2012 du *Rapport*).

## L'inflation

L'inflation mesurée par l'IPC global et par l'indice de référence est restée à un bas niveau ces derniers mois, ce qui est grosso modo conforme aux attentes formulées en janvier. On a toutefois constaté une volatilité mensuelle considérable, mais celle-ci est en grande partie liée aux fluctuations des prix des automobiles.

Le faible rythme d'accroissement de l'indice de référence, qui se chiffrait en moyenne à 1,2 % en janvier et février, reflète les pressions modérées exercées sur les prix de toute une gamme de biens et de services. Cette évolution cadre avec les capacités excédentaires notables au sein de l'économie de même qu'avec les pressions concurrentielles accrues chez les détaillants, lesquelles proviennent de sources tant intérieures qu'étrangères. Elle tient notamment à l'expansion continue des magasins à grande surface au Canada et à l'arrivée de grands détaillants des États-Unis, ainsi qu'à la montée du magasinage en ligne. On observe également une hausse des achats transfrontaliers, alimentée par la vigueur persistante du dollar canadien et l'augmentation, entrée en vigueur en juin 2012, de la limite des exemptions personnelles accordées aux voyageurs pour un court séjour à l'étranger. Par ailleurs, ces derniers trimestres, l'inflation mesurée par l'indice de référence a été poussée à la baisse par un certain nombre de facteurs spéciaux, notamment une progression plus lente des prix réglementés (comme l'assurance automobile) et l'incidence relativement importante des diminutions passées des cours mondiaux des produits de base agricoles sur les prix des aliments et des vêtements au Canada.

L'inflation mesurée par l'IPC global, qui était en moyenne de 0,9 % en janvier et février, a été limitée par le bas niveau de l'inflation mesurée par l'indice de référence et par la baisse des coûts d'intérêt hypothécaire, qui ont été en partie compensés par le renchérissement de l'essence au cours des derniers mois.

Les attentes d'inflation demeurent bien ancrées. Selon l'enquête sur les perspectives des entreprises menée ce printemps par la Banque, 93 % des firmes sondées sont d'avis qu'au cours des deux prochaines années, l'inflation

Graphique 34 : Le déficit de la balance courante du Canada reste relativement important



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2012T4

- Le faible rythme d'accroissement de l'indice de référence cadre avec les capacités excédentaires notables au sein de l'économie de même qu'avec les pressions concurrentielles accrues chez les détaillants.
- L'inflation mesurée par l'indice de référence a été poussée à la baisse par un certain nombre de facteurs spéciaux.

- Les attentes d'inflation demeurent bien ancrées.

Encadré 4 (suite)

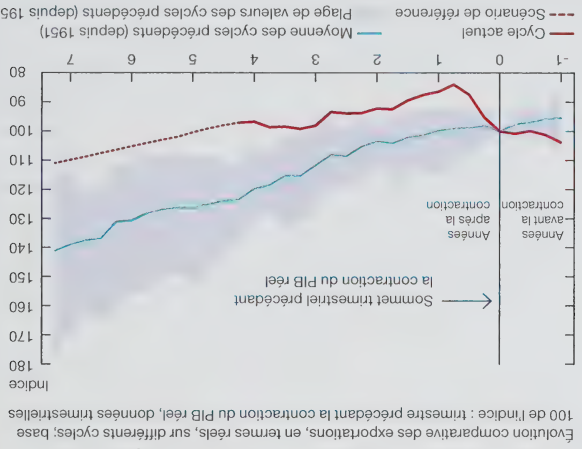
Dans ses projections, la Banque suppose que les exportations déclineraient encore par rapport à ce qu'indique la mesure de l'activité étrangère, malgré la disparition prévue des facteurs passagers qui ont plombé les exportations de produits de base (Graphique 4-C). Cette situation entraîne des risques à la hausse pour les exportations dans l'avenir.

**Graphique 4-C : La Banque prévoit un nouveau recul du ratio des exportations à la mesure de l'activité étrangère**



Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

**Graphique 33 : La reprise des exportations devrait demeurer faible du fait de vents contraires extérieurs et de défis de compétitivité**



Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada



## Facteurs expliquant la faiblesse inattendue de l'économie canadienne en 2012

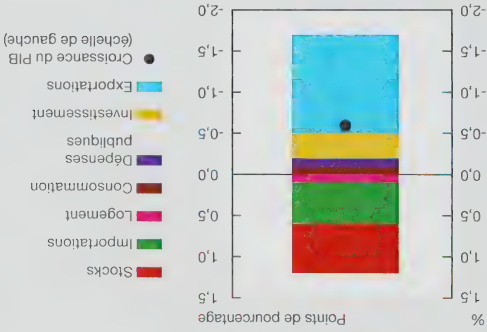
L'activité économique a été moins forte que prévu au Canada en 2012. En moyenne annuelle, le PIB réel a augmenté de 1,8 %, alors qu'une croissance de 2,4 % était anticipée dans la livraison d'avril 2012 du *Rapport sur la politique monétaire*. Les principales composantes de la demande à l'origine de cette faiblesse inattendue sont les exportations et, dans une moindre mesure, les investissements fixes des entreprises, dont la tenue n'a été que partiellement contrebalancée par la hausse des investissements en stocks et le recul des importations (Graphique 4-A). Les dépenses publiques et les dépenses des ménages ont évolué en gros de la manière escomptée.

La croissance économique enregistrée par les États-Unis en 2012 correspond globalement aux prévisions formulées par la Banque il y a un an, particulièrement dans le cas des composantes de la demande qui revêtent le plus d'importance pour les exportateurs canadiens. C'est essentiellement pour ce motif que la mesure de l'activité étrangère, qui sert d'indicateur de la demande extérieure de produits canadiens, a progressé de façon à peu près conforme aux projections établies en avril 2012 (Graphique 4-B). Il semble donc que ce soit l'activité d'exportation elle-même qui ait connu des ratés.

La faiblesse des exportations canadiennes durant la dernière année est en partie attribuable à des facteurs idiosyncratiques, qui ne sont pas liés à la vigueur de la demande étrangère, notamment des perturbations imprévues dans de nombreuses installations d'extraction pétrolière au Canada et des restrictions temporaires de la capacité des oléoducs qui ont limité les exportations de brut. L'atonie relative des exportations en 2012 pourrait aussi refléter des changements de la structure de la demande étrangère de produits canadiens dont la mesure de l'activité étrangère ne rendait pas entièrement compte. Par exemple, la part qu'occupent les exportations de produits de base non énergétiques vers la Chine et les autres économies de marché émergentes dans les échanges du Canada s'est accrue au cours des dernières années. Ces pays se sont rétablis assez rapidement des effets de la récession mondiale, mais ont affiché en 2012 une croissance moins vigoureuse que ne l'entrevoyait la Banque. Enfin, il est possible que les défis en matière de compétitivité aient également eu un rôle à jouer, le dollar canadien demeurant fort et la progression de la productivité faible.

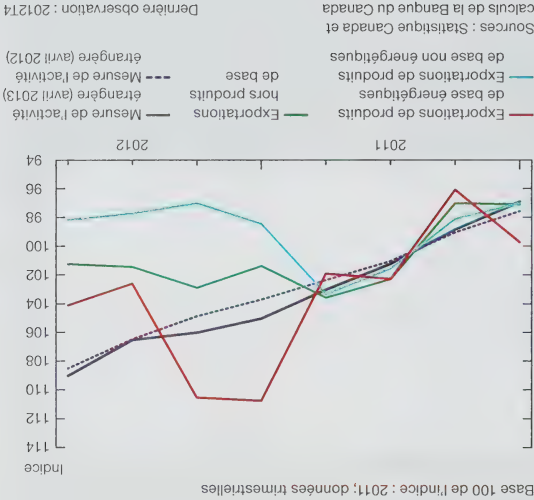
(suite à la page suivante)

**Graphique 4-A : La faiblesse inattendue de la croissance du PIB réel tient principalement à la progression moindre des exportations**  
Contribution à l'écart entre la croissance du PIB réel enregistrée en 2012 et la croissance prévue dans le *Rapport* d'avril 2012



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

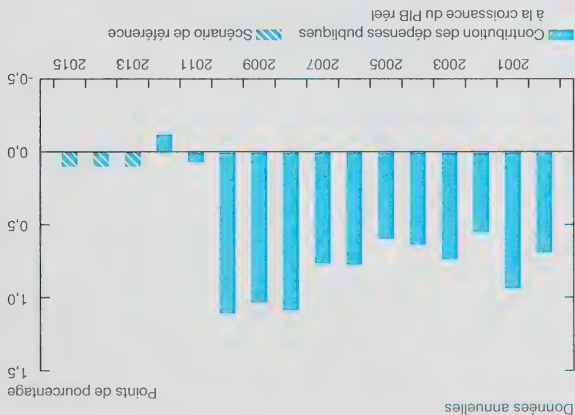
**Graphique 4-B : En 2012, les exportations ont été beaucoup plus faibles que la mesure de l'activité étrangère**



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2012T4

**Graphique 32 : Les dépenses publiques ne devraient contribuer que marginalement à la croissance du PIB réel**



Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

baisse depuis janvier à la lumière des plans de dépenses des différents ordres de gouvernement, annoncés dans le cadre des récents budgets, ainsi que des derniers renseignements fournis par les comptes nationaux.

La Banque s'attend à ce que la contribution des exportations nettes à la croissance du PIB augmente au cours des deux prochaines années, tout en demeurant relativement modeste. D'après les indicateurs disponibles, il semble que les exportations aient continué de remonter au début de 2013 après s'être fortement contractées au troisième trimestre de 2012, sous l'effet notamment de perturbations temporaires dans le secteur de l'énergie (Encadré 4). On prévoit que, par la suite, les exportations continueront de progresser à un rythme solide, cadrant avec le renforcement de la demande du secteur privé aux États-Unis et, plus généralement, avec le redressement attendu de l'économie mondiale (Encadré 1). L'expansion des exportations

reste cependant bridée par les défis qui subsistent sur le plan de la compétitivité, y compris la vigueur persistante du dollar canadien, dont le cours est influencé par les mouvements vers les valeurs refuges et les retombées de la politique monétaire mondiale. Ces défis, conjugués à une demande étrangère toujours anémique, donnent à penser qu'il faudra attendre jusqu'au second semestre de 2014 pour que les exportations canadiennes reviennent à leur sommet d'avant la récession (Graphique 33).

Comparativement aux chiffres avancés dans le *Rapport* de janvier, les

exportations nettes ont été quelque peu revues à la hausse pour 2014, du fait du niveau légèrement plus élevé de la demande étrangère par rapport à la demande intérieure. À la faveur d'une amélioration modérée du solde commercial réel, le déficit considérable de la balance courante du Canada, qui s'élève actuellement à environ 4 % du PIB (Graphique 34), devrait diminuer graduellement durant la période de projection.

Compte tenu de la projection d'évolution du PIB réel exposée ci-dessus, on prévoit que l'économie canadienne se remettra à plein régime au milieu de 2015, soit plus tard qu'on ne l'envisageait en janvier.

► D'après les indicateurs disponibles, il semble que les exportations aient continué de remonter au début de 2013 après s'être fortement contractées au troisième trimestre de 2012.

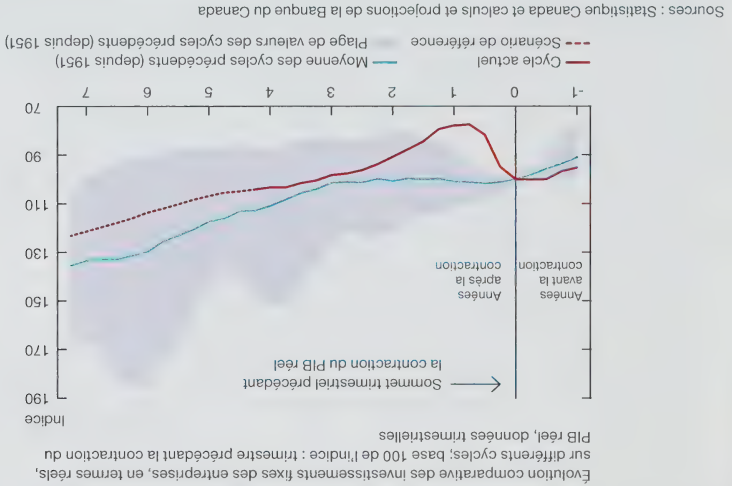
► L'expansion des exportations reste bridée par les défis qui subsistent sur le plan de la compétitivité.

## Mines

Après une période intense de prospection et d'investissement massifs dans le secteur minier, le profil du prix de plusieurs métaux extrants au Canada s'est affaibli, dans un contexte mondial de demande stagnante et d'offre croissante. Nombre de sociétés minières se sont tournées vers des projets moins coûteux, qui présentent moins de risques dans ces conditions. Au même moment, la hausse des coûts de construction et d'exploitation a fortement stimulé les investissements visant l'amélioration de l'efficacité. À l'instar des entreprises pétrolières et gazières, les petites sociétés minières ont été confrontées à de difficiles conditions sur les marchés de capitaux. Par conséquent, beaucoup d'entre elles reviennent à des programmes de prospection afin de cesser les activités non prioritaires ou de se départir des actifs coûteux non essentiels.

Dans l'ensemble, les facteurs qui pèsent sur les plans d'investissement dans les secteurs de l'énergie et des mines persisteront probablement à court terme. Certains des éléments qui nuisent aux intentions d'investissement dans d'autres secteurs devraient se dissiper au deuxième semestre de 2013, à mesure que la demande extérieure s'améliorera et que l'incertitude entourant les perspectives économiques s'atténuera. À plus long terme, les perspectives d'investissement dépendent de l'évolution de plusieurs facteurs, notamment une demande accrue dans les économies émergentes et la décongestion de l'infrastructure de transport du pétrole brut nord-américain.

**Graphique 31 : Les investissements fixes des entreprises devraient progresser à un rythme inférieur à la moyenne des cycles précédents**



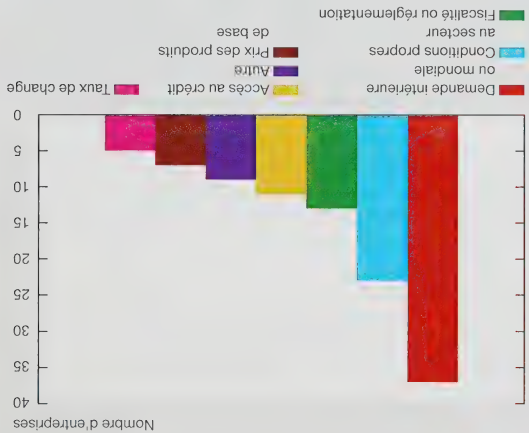
de 2012, en particulier dans le secteur primaire. Dans ce contexte, la Banque prévoit à présent une reprise plus contenue du taux d'expansion des investissements fixes des entreprises qu'elle ne l'envisageait en janvier.

Les dépenses publiques ne devraient apporter qu'une contribution très minime à la croissance du PIB réel durant la période de projection (Graphique 32). Si cet apport est beaucoup plus faible que ce qui a été observé normalement par le passé, il cadre avec les plans d'assainissement des gouvernements fédéral et provinciaux et des administrations locales. Le profil d'évolution des dépenses publiques a été revu à la

► Les dépenses publiques ne devraient apporter qu'une contribution très minime à la croissance du PIB réel.

# Facteurs pesant sur les perspectives d'investissement des entreprises

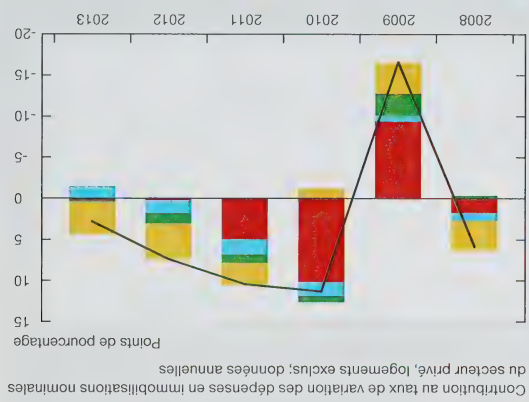
**Graphique 3-A : Les entreprises indiquent que l'incertitude relative à la demande ou des conditions propres au secteur ont une incidence sur leurs plans d'investissement**



Source : réponses des entreprises déclarées, dans le cadre de l'enquête sur les perspectives des entreprises menée par la Banque au printemps 2013, que l'incertitude influait sur leurs plans d'investissement.

Nota : Les participants à l'enquête avaient la possibilité de fournir des réponses multiples.

**Graphique 3-B : Les intentions d'investissement dans le secteur de l'extraction de pétrole et de gaz et dans les mines ne progressent plus**



Sources : Statistique Canada - Investissements privés et publics (2013) et calculs de la Banque du Canada

Après avoir connu une forte remontée pendant la reprise, la croissance des investissements des entreprises a ralenti de façon inopinée au second semestre de 2012. Durant ce semestre, les résultats de l'enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises ont commencé à montrer que des craintes concernant la demande pesaient sur les attentes des sociétés à l'égard de l'activité économique. À l'occasion de la plus récente enquête, de nombreuses firmes ont indiqué que l'incertitude les amenait à reporter certains projets d'investissement ou à privilégier ceux qui nécessitent des dépenses en capital inférieures, qui sont plus rapidement rentables ou qui sont moins risqués, ou encore à investir dans de nouveaux segments de la demande ou des segments différents. L'incertitude qui mine les plans d'investissement était le plus souvent liée à la demande ou aux conditions propres au secteur (Graphique 3-A).

Selon l'enquête de Statistique Canada sur les intentions d'investissement dans les secteurs privé et public, les projets d'investissement prévus pour 2013 affichent leur plus petite hausse depuis 2009. Les intentions ont faibli dans plusieurs secteurs, dont celui de la fabrication, mais leur faiblesse globale est surtout attribuable aux secteurs des mines et de l'extraction pétrolière et gazière, où les intentions d'investissement ne progressent plus (Graphique 3-B). Chets de file en matière d'investissements au début de la reprise, ces deux secteurs sont à l'origine de 35 % des investissements d'entreprises au Canada. Les pressions ayant récemment influé sur les intentions d'investissement dans ces secteurs sont décrites ci-dessous.

## Pétrole et gaz

Les cours plus faibles du Western Canada Select (WCS), les prix historiquement bas du gaz naturel et l'incertitude accrue entourant les perspectives économiques mondiales ont contribué au ralentissement marqué des investissements dans les activités d'ingénierie au Canada au second semestre de 2012. Dans l'ouest du pays, les activités de forage ont été limitées par la baisse des rentrées de fonds des entreprises et des cours, ainsi que par les difficultés d'accès aux marchés de capitaux des nouveaux joueurs et des producteurs intermédiaires. De plus, les inquiétudes quant aux probabilités et à l'échéancier de réalisation de projets majeurs d'oléoduc, conjuguées à la rapide augmentation de la production de pétrole léger aux États-Unis, ont suscité de l'incertitude relativement aux prix et à l'accès au marché à l'avenir. Cette incertitude subsiste et, en dépit du raffermissement des cours du WCS ces derniers mois, tempère les intentions d'investissement pour 2013-2014, certaines entreprises réévaluant leurs projets.

(suite à la page suivante)



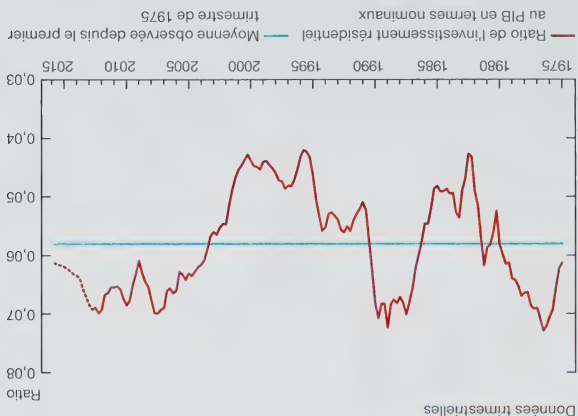
► On remarque toutefois des signes montrant que les facteurs qui ont récemment pesé sur la croissance des investissements persisteront probablement un certain temps.

concurrentielles. On remarque toutefois des signes montrant que les facteurs qui ont récemment pesé sur la croissance des investissements persisteront probablement un certain temps. Les résultats de l'enquête sur les perspectives des entreprises menées par la Banque ce printemps laissent entrevoir une hausse modérée des investissements fixes des entreprises à court terme, de nombreux répondants ayant signalé que l'incertitude concernant la conjoncture économique influait sur leurs plans et décisions en la matière, les amenant le plus souvent à reporter des projets. La plus récente enquête annuelle de Statistique Canada sur les investissements privés et publics porte également à conclure que la croissance des investissements des entreprises ne progressera que graduellement au cours des trimestres à venir et qu'en 2013, le taux de croissance nominal annuel moyen sera inférieur à celui

Graphique 29 : La consommation devrait continuer à croître à une cadence modérée



Graphique 30 : La part de l'investissement résidentiel dans le PIB devrait diminuer par rapport à son niveau élevé actuel





Malgré le récent ralentissement du rythme de construction résidentielle neuve, on observe toujours des signes de surconstruction.

La Banque continue d'anticiper une croissance modérée de la consommation, concordant avec celle du revenu disponible.

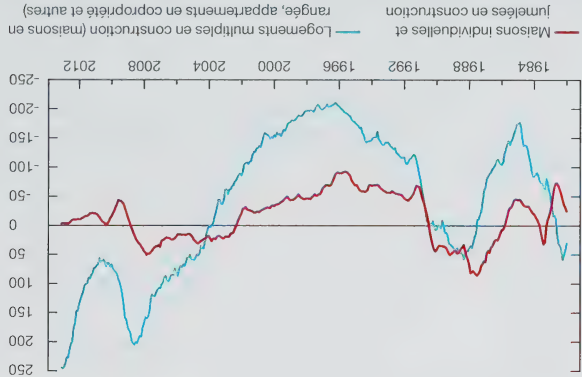
des deux dernières années. Malgré le récent ralentissement du rythme de construction résidentielle neuve, on observe toujours des signes de surconstruction, notamment en ce qui a trait aux immeubles à logements multiples dans certaines zones urbaines (Graphique 28). Le marché de la revente de logements présentait certains signes de stabilisation ces derniers mois, à la suite d'un tassement à la fois de l'activité et des prix comparativement aux niveaux élevés atteints durant les derniers mois de 2011 et au début de 2012. Il n'en reste pas moins que les prix affichés dans certains segments du marché du logement sont encore relativement hauts.

Comme en janvier, les perspectives relatives aux dépenses des ménages rendent compte d'une certaine retenue chez les ménages canadiens, laquelle est liée à leurs niveaux d'endettement élevés. La Banque continue d'anticiper une croissance modérée de la consommation au cours de la période de projection, concordant avec celle du revenu disponible (Graphique 29). L'investissement résidentiel devrait diminuer de nouveau, la construction excédentaire commençant à se résorber, ce qui contribuera à ramener le secteur du logement sur une trajectoire plus viable. À cet égard, la part de l'investissement résidentiel dans l'économie devrait aller en diminuant pour se rapprocher de sa moyenne historique (Graphique 30).

La Banque s'attend à ce que la croissance des investissements fixes des entreprises reprenne un rythme plus solide au cours de 2013 (Graphique 31), après avoir ralenti au second semestre de 2012 (Encadré 3). Ce ralentissement, qui était concentré dans le secteur primaire, semble s'expliquer à la fois par des difficultés spécifiques à cette industrie et par des craintes plus générales au sujet des perspectives de la demande mondiale et de la demande intérieure. La projection relative à la progression plus vive des investissements demeure étayée par la situation financière saine des firmes canadiennes dans leur ensemble, des conditions de crédit avantageuses, la vigueur du dollar canadien ainsi que l'incitation à améliorer la productivité dans un contexte où les entreprises sont confrontées à des pressions accrues pour devenir plus

**Graphique 28 : Malgré un certain ralentissement dans le secteur de la construction résidentielle neuve, des signes de surconstruction demeurent, en particulier pour les immeubles à logements multiples**

Écart calculé par rapport à la moyenne historique après correction pour tenir compte de la population âgée de 25 ans et plus; nombre d'unités par 100 000 habitants, principales régions métropolitaines



Sources : Société canadienne d'hypothèques et de logement, Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : février 2013

► Le niveau de l'activité économique escompté au cours de la période de projection est légèrement inférieur à ce que la Banque envisageait dans le Rapport de janvier.

modérées et l'investissement résidentiel accusant de nouveaux reculs. La contribution des dépenses publiques à la croissance du PIB devrait se maintenir à des niveaux bien au-dessous de sa moyenne historique.

Sur une base trimestrielle, la croissance économique au Canada devrait progresser pour passer d'un taux estimatif de 1,5 % au premier trimestre de 2013 à 2,5 % au second semestre de 2013 et à 3,0 % au premier semestre de 2014 (Tableau 3). Malgré ce redressement anticipé, la faible expansion de la production au second semestre de 2012 aura pour conséquence de faire fléchir la croissance du PIB réel en moyenne annuelle à 1,5 % en 2013, par rapport à 1,8 % en 2012. L'économie devrait ensuite croître de 2,8 % en 2014 et de 2,7 % en 2015, ce qui est nettement supérieur au rythme d'augmentation estimatif de la production potentielle.

Le niveau de l'activité économique escompté au cours de la période de projection est légèrement inférieur à ce que la Banque envisageait dans le Rapport de janvier. Ce changement reflète les révisions à la baisse apportées à la progression des dépenses publiques compte tenu des dernières annonces budgétaires faites par tous les ordres de gouvernement. Il rend également compte d'un profil d'évolution des investissements fixes des entreprises un peu plus faible, attribuable aux préoccupations accrues des firmes quant à la vigueur de la demande ainsi qu'à la volatilité des prix touchés par les producteurs canadiens de pétrole.

Les dépenses des ménages ont évolué essentiellement comme prévu ces derniers trimestres. La consommation a augmenté à peu près au même rythme que le revenu disponible, ce qui a maintenu le taux d'épargne à un niveau relativement stable légèrement au-dessous de 4 % et continué de limiter les besoins en matière de crédit à la consommation. Parallèlement, l'investissement résidentiel a encore reculé par rapport aux niveaux historiques dans la construction neuve. Le nombre de mises en chantier de logements a sensiblement diminué au premier trimestre pour s'établir en moyenne à quelque 177 000 unités, après être demeuré supérieur à la demande liée à l'évolution démographique (estimée autour de 185 000 logements) au cours

Tableau 3 : Résumé des projections relatives à l'économie canadienne selon le scénario de référence<sup>a</sup>

	2012				2013				2014				2015			
	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3
PIB réel (taux de variation trimestriel annualisé)	0,6	1,5	1,8	2,3	2,8	3,0	3,0	3,0	2,8	3,0	3,0	2,8	2,8	2,8	2,5	2,3
PIB réel (taux de variation en glissement annuel)	(1,0)	(2,3)	(2,7)	(2,9)	(2,9)	(2,8)	(2,8)	(2,8)	(2,5)	(2,5)	(2,3)	(2,3)	2,9	2,8	2,5	2,3
PIB réel (taux de variation en glissement annuel)	1,1	1,2	1,2	1,6	2,1	2,5	2,8	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,8	2,6	2,4
Indice de référence (taux de variation en glissement annuel)	1,2	1,3	1,2	1,4	1,7	1,7	1,7	1,8	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	2,0	2,0	2,0
IPC global (taux de variation en glissement annuel)	1,0	0,9	1,0	1,1	1,2	1,6	1,6	1,7	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	2,0	2,0	2,0
IPC global hors effet de la TVH et des modifications d'autres impôts indirects (taux de variation en glissement annuel)	0,8	0,9	1,1	1,3	1,7	1,7	1,7	1,7	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	2,0	2,0	2,0
WTP <sup>b</sup> (niveau)	88	94	94	95	95	94	93	92	91	90	89	88	88	97	96	96
Brent <sup>b</sup> (niveau)	110	113	106	106	106	104	103	102	101	101	101	99	98	97	96	96

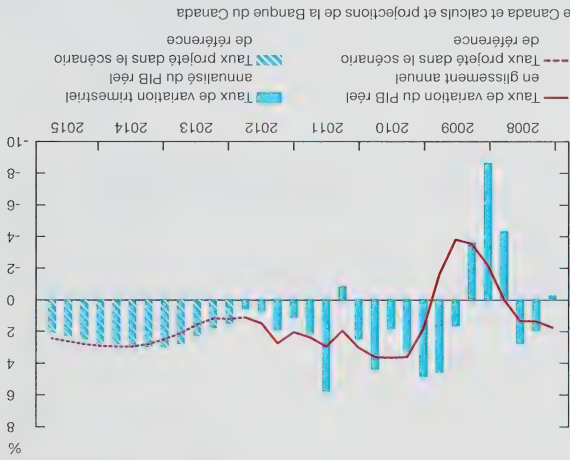
a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario de référence présenté dans la livraison de janvier 2013 du Rapport sur la politique monétaire.  
b. Les hypothèses relatives aux cours des pétroles bruts West Texas Intermédiaire et Brent (en \$-L, le baril) se fondent sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines terminée le 12 avril 2013.

L'économie réelle

La Banque continue de prévoir un redressement de la croissance du PIB réel tout au long de 2013 (Graphique 27) et un certain rééquilibrage de la demande globale au Canada. Comme la demande extérieure est appelée à progresser à un rythme vigoureux et que certaines des difficultés touchant le secteur primaire devraient être surmontées au fil du temps, on s'attend à une augmentation de la contribution apportée à la croissance par les exportations nettes et les investissements fixes des entreprises (Graphique 18 et Tableau 2). L'expansion des dépenses des ménages devrait être relativement modeste, la consommation continuant d'enregistrer des hausses

La Banque continue de prévoir un redressement de la croissance du PIB réel tout au long de 2013.  
On s'attend à une augmentation de la contribution apportée à la croissance par les exportations nettes et les investissements fixes des entreprises.

Graphique 27 : La croissance du PIB réel devrait augmenter jusqu'à la fin de 2013



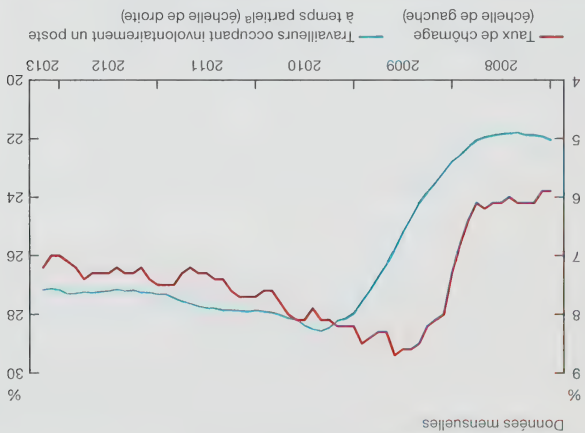
Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

Tableau 2 : Contribution à la croissance annuelle moyenne du PIB réel  
En points de pourcentage<sup>a</sup>

	2015	2014	2013	2012	2011
Consommation	1,4	1,3	1,2	1,1	1,2
Logement	0,0	-0,1	-0,2	-0,1	0,4
Administrations publiques	0,1	0,3	0,1	-0,2	-0,1
Investissements fixes des entreprises	0,8	0,9	0,4	0,6	0,6
Total partiel : demande intérieure finale	2,3	2,4	1,5	1,9	2,1
Exportations	1,4	1,5	0,7	0,4	0,5
Importations	-1,0	-1,2	-0,6	-0,8	-1,0
Total partiel : exportations nettes	0,4	0,3	0,1	-0,4	-0,5
Stocks	0,0	0,2	0,1	0,4	0,3
PIB	2,7	2,8	1,5	1,9	2,1
Pour mémoire :					
Production potentielle	2,1	2,2	2,1	2,0	2,0
Revenu intérieur brut réel	2,8	2,6	1,9	1,5	1,5

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario de référence présenté dans la livraison de janvier 2013 du Rapport sur la politique monétaire. Les données relatives à la production potentielle proviennent de l'Encadré 2 de la livraison d'octobre 2012 du Rapport.

**Graphique 25 : Malgré un certain progrès, les indicateurs du marché du travail témoignent d'une persistance d'une marge de capacités inutilisées au sein de l'économie**



a. En pourcentage de l'emploi à temps partiel total; données non désaisonnalisées, moyenne mobile sur 12 mois  
Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

**Graphique 26 : Les hausses récentes de salaire ont été plus modérées**



Sources : Statistique Canada et Ressources humaines et Développement des compétences Canada  
Dernières observations : 2012T4 et 2013T1



Globalement, les résultats de l'enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises parus au printemps laissent eux aussi entrevoir une marge de ressources inutilisées notable au sein de l'économie canadienne (Graphique 24). La proportion de firmes déclarant qu'elles auraient du mal à faire face à une hausse inattendue de la demande reste en deçà du niveau observé durant la majeure partie des deux dernières années et en deçà de sa moyenne historique. De plus, le pourcentage de firmes qui signalent une pénurie de main-d'œuvre a de nouveau baissé, se maintenant ainsi au-dessous de la moyenne enregistrée depuis le début de l'enquête.

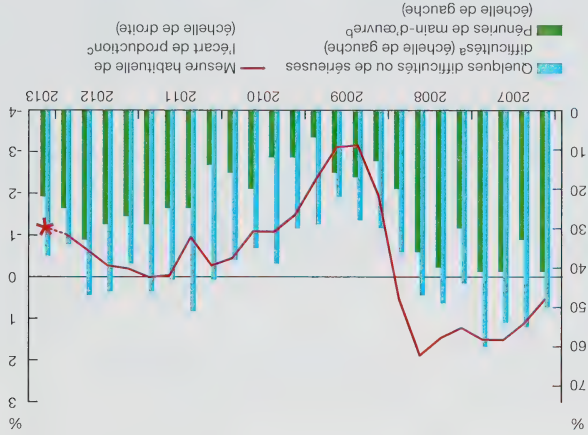
Les indicateurs du marché du travail, de façon plus générale, témoignent encore de la persistance d'une marge de capacités inutilisées, quoique à des degrés divers (Graphique 25). Bien que les données mensuelles de l'emploi aient été volatiles, le taux de chômage s'est rempli pour s'établir à 7,1 % en moyenne au premier trimestre, soit le taux le plus bas depuis la fin de 2008. La durée moyenne du chômage et le pourcentage de travailleurs occupant involontairement un emploi à temps partiel demeurent toutefois à des niveaux élevés. En outre, la croissance des salaires s'est modérée ces derniers trimestres (Graphique 26).

Dans l'ensemble, la Banque est d'avis que l'économie tournerait à environ 1 1/4 % en deçà de son plein potentiel au premier trimestre de 2013, ce qui représente une marge de capacités excédentaires légèrement plus importante que ce qu'elle anticipait en janvier.

Les indicateurs du marché du travail, de façon plus générale, témoignent encore de la persistance d'une marge de capacités inutilisées, quoique à des degrés divers.

Dans l'ensemble, la Banque est d'avis que l'économie tournerait à environ 1 1/4 % en deçà de son plein potentiel au premier trimestre de 2013.

**Graphique 24 : La marge de capacités inutilisées au sein de l'économie canadienne est appréciable et s'est accrue au cours des derniers trimestres**



a. Réponses à la question relative aux pressions sur la capacité de production, dans l'enquête sur les perspectives des entreprises. Pourcentage des entreprises ayant indiqué qu'elles auraient quelques difficultés à répondre à une hausse inattendue de la demande ou des ventes. Réponses à la question relative aux pénuries de main-d'œuvre, dans l'enquête citée précédemment. Pourcentage des entreprises ayant déclaré souffrir d'une pénurie de main-d'œuvre qui restreint leur capacité de répondre à la demande.

c. Différence entre la production observée et la production potentielle estimée selon la mesure qu'utilise habituellement la Banque du Canada. La valeur estimée de l'écart pour le premier trimestre de 2013 (indiquée par l'étoile) se fonde sur une augmentation prévue de la production de 1,5 % (en rythme annuel) pour ce trimestre.

Source : Banque du Canada

Dernière observation : 2013T1

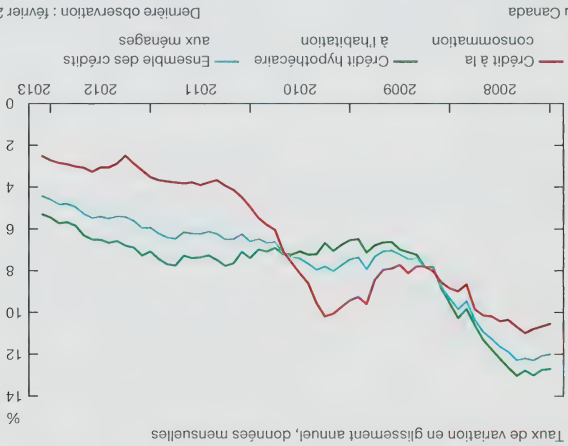


La Banque continue de s'attendre à ce que le ratio de la dette au revenu se stabilise près des niveaux actuels.

est demeuré essentiellement inchangé par rapport au trimestre précédent, à 165 %. La Banque continue de s'attendre à ce que le ratio de la dette au revenu se stabilise près des niveaux actuels.

Le taux d'expansion des agrégats monétaires au sens étroit a sensiblement augmenté depuis le début de l'année, à l'image d'autres indicateurs qui laissent supposer un raffermissement de la croissance du PIB. Le rythme d'accroissement des agrégats monétaires au sens large s'est également intensifié au cours de la même période, en raison principalement de la contribution de la masse monétaire au sens étroit. Néanmoins, la tendance générale de la masse monétaire au sens large continue de cadrer avec les pressions inflationnistes modestes envisagées pour la période à venir.

Graphique 23 : Le taux d'accroissement tendanciel des crédits aux ménages a fléchi ces dernières années



Source : Banque du Canada  
Dernière observation : février 2013

## L'estimation des pressions sur la capacité de l'économie

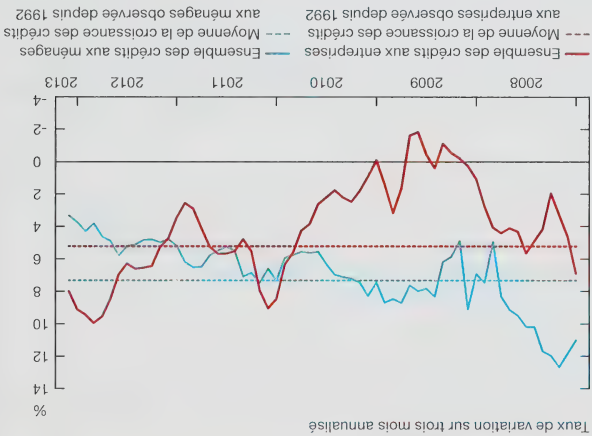
Une marge de capacités excédentaires notable est réapparue au sein de l'économie canadienne.

Les indicateurs relatifs à la production donnent à penser qu'une marge de capacités excédentaires notable est réapparue au sein de l'économie canadienne, le PIB réel ayant progressé à un taux inférieur à celui de la production au quatrième trimestre, les fortes augmentations enregistrées par la plupart des composantes intérieures du PIB ayant été contrebalancées par une réduction d'une ampleur inattendue des investissements en stocks. La Banque estime que la croissance du PIB réel s'est redressée pour se situer à 1,5 % au premier trimestre de 2013, à la faveur surtout d'une stabilisation des investissements en stocks ainsi que d'une hausse des exportations, lesquelles ont été soutenues par une amélioration de la demande mondiale et la disparition des facteurs temporaires qui avaient bridé l'activité dans le secteur de l'énergie au cours du second semestre de 2012. Ces taux de croissance de la production étant légèrement plus faibles qu'espcompté en janvier, le niveau du PIB réel au premier trimestre de 2013 était de 0,3 % inférieur à celui que l'on anticipait à ce moment-là. Conformément à cette dynamique, la mesure dont se sert habituellement la Banque pour calculer l'écart de production fait ressortir un léger creusement de celui-ci, qui est passé à -1,2 % au premier trimestre de 2013 (Graphique 24).

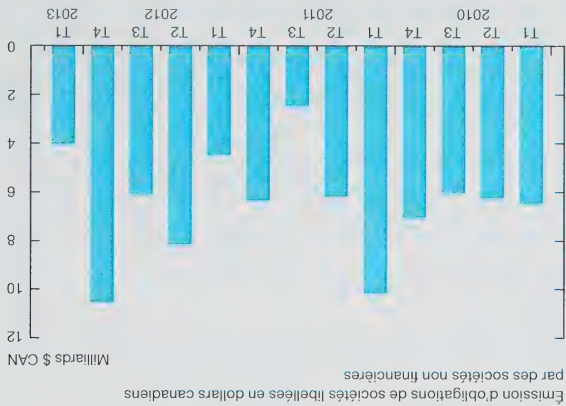
Comme prévu, la croissance de l'ensemble des crédits aux ménages s'est encore modérée.

Comme prévu, la croissance de l'ensemble des crédits aux ménages s'est encore modérée malgré des taux d'intérêt avoisinant des creux historiques (Graphique 23). Les effets cumulatifs des changements apportés aux règles de l'assurance hypothécaire et du durcissement des lignes directrices en matière de souscription de prêts hypothécaires, une meilleure appréciation, de la part des consommateurs, des risques associés à un niveau d'endettement élevé ainsi que la possibilité d'un resserrement évoquée par la Banque du Canada ont tous contribué à cette modération. La croissance des crédits aux ménages ayant ralenti pour se rapprocher de celle du revenu disponible au quatrième trimestre, le ratio global de la dette au revenu des ménages

**Graphique 21 : Tandis que la croissance des crédits aux entreprises est restée bien supérieure à sa moyenne historique, celle des crédits aux ménages a encore ralenti**



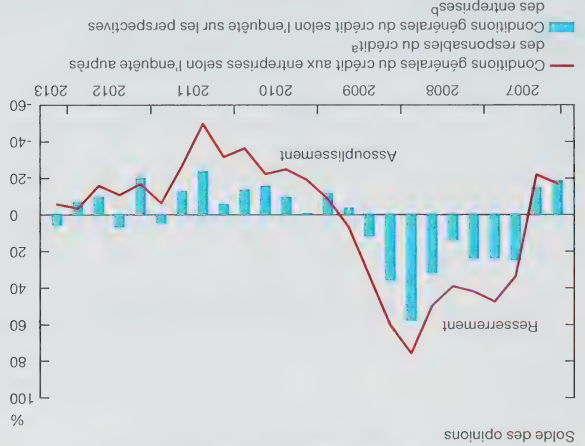
**Graphique 22 : Les émissions obligataires des sociétés non financières canadiennes ont ralenti par rapport à l'expansion rapide observée à la fin de 2012**



Des indications supplémentaires selon lesquelles les conditions du crédit restent très avantageuses pour les firmes canadiennes ressortent des résultats de l'enquête sur les perspectives des entreprises menée par la Banque ce printemps et de ceux de sa plus récente enquête auprès des responsables du crédit (voir, dans les deux cas, la rubrique « Périodiques », sous « Publications et recherches », dans le site Web de la Banque). D'après les réponses recueillies dans le cadre de ces enquêtes, les conditions d'emprunt ont globalement peu varié depuis l'automne dernier, après une période d'assouplissement quasi ininterrompue depuis les derniers mois de 2009 (Graphique 20). Les petites entreprises du secteur primaire ont néanmoins fait état d'un certain resserrement. Les conditions de prêt favorables qu'offrent les institutions financières aux firmes du pays sont en partie liées au fait que les banques canadiennes continuent d'avoir accès à des fonds à bas coût, en dollars canadiens comme en monnaies étrangères, sur l'ensemble des échéances.

La croissance de l'ensemble des crédits aux entreprises s'est maintenue bien au-dessus de sa moyenne historique, sous l'impulsion des conditions de financement très avantageuses (Graphique 21). Une certaine modération a toutefois été observée au cours des derniers mois, en raison notamment de la disparition de factures temporaires. En particulier, les émissions d'obligations des sociétés non financières ont ralenti après avoir connu une expansion rapide au quatrième trimestre de 2012 (Graphique 22), laquelle a été stimulée par le refinancement anticipé des emprunts des sociétés à des taux d'intérêt avantageux selon les consultations menées auprès de l'industrie. En dépit du récent ralentissement, l'ensemble des crédits aux entreprises continue d'augmenter beaucoup plus rapidement que les investissements réalisés par celles-ci.

**Graphique 20 : Les conditions d'octroi des prêts aux entreprises canadiennes n'ont guère changé ces derniers trimestres**



a. Différence entre le pourcentage pondéré des institutions financières qui font état d'un resserrement et le pourcentage pondéré de celles qui signalent un assouplissement  
b. Différence entre le pourcentage des entreprises qui font état d'un resserrement et le pourcentage de celles qui signalent un assouplissement  
Source : Banque du Canada  
Dernière observation : 2013T1

La Banque prévoit maintenant que l'économie canadienne se remettra à tourner à plein régime seulement au milieu de 2015.

L'inflation devrait remonter graduellement à la cible de 2 % d'ici le milieu de 2015.

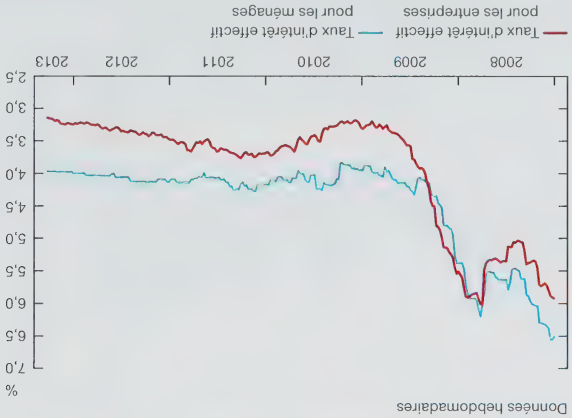
L'inflation mesurée par l'IIPC global et par l'indice de référence est demeurée à un bas niveau ces derniers mois, ce qui est grosso modo conforme aux attentes formulées en janvier, quoique l'on ait observé une volatilité men- suelle considérable. Ces deux mesures de l'inflation devraient rester bien en dessous de 2 % dans les trimestres à venir, ce qui cadre avec l'offre excé- dentaire notable au sein de l'économie, les pressions concurrentielles accrues chez les détaillants et certains facteurs spéciaux, notamment une progression plus lente des prix réglementés et l'incidence des diminutions passées des prix agricoles sur les prix à la consommation. Dans un contexte où l'économie retourne à son plein potentiel et où les attentes d'inflation sont bien ancrées, l'inflation devrait remonter graduellement à la cible de 2 % d'ici le milieu de 2015.

## Les conditions financières

Compte tenu notamment de la détente monétaire considérable en place, l'offre et le coût du crédit aux entreprises et aux ménages au Canada demeurent très avantageux (Graphique 19) et continuent de fournir un sou- tien important à l'expansion économique.

Les marchés canadiens des titres d'emprunt sont généralement restés dynamiques ces derniers mois. Les rendements des obligations de sociétés ont légèrement fléchi par rapport à leurs niveaux déjà exceptionnellement bas, ce qui reflète à la fois un recul des rendements des obligations d'État canadiennes et un nouveau rétrécissement des écarts de crédit. Les marchés boursiers canadiens ont cependant affiché une moins bonne tenue que ceux d'autres économies avancées depuis la parution du *Rapport* de janvier.

**Graphique 19 : Les coûts d'emprunt des entreprises et des ménages demeurent à des niveaux très favorables**



Données hebdomadaires

— Taux d'intérêt effectif pour les entreprises

— Taux d'intérêt effectif pour les ménages

Source : calculs de la Banque du Canada

Notre : Pour de plus amples renseignements sur ces séries, consulter le site <http://credit.banquecanada.ca/conditionsfinancieres>.

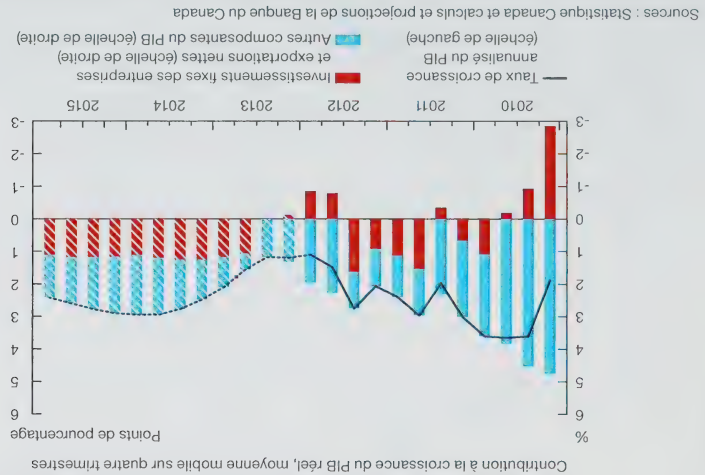


# L'économie canadienne

Après la faiblesse affichée au second semestre de 2012, la croissance économique au Canada devrait reprendre de la vigueur tout au long de 2013 à la faveur d'un redressement des exportations nettes et d'un retour à un rythme d'expansion plus solide des investissements fixes des entreprises (Graphique 18). Les dépenses de consommation devraient progresser à une cadence modérée au cours de la période de projection, alors que l'investissement résidentiel devrait diminuer encore par rapport aux niveaux historiques élevés atteints précédemment. La croissance de l'ensemble des crédits aux ménages a ralenti, et la Banque continue de s'attendre à ce que le ratio de la dette au revenu des ménages se stabilise près des niveaux actuels. Malgré la reprise projetée des exportations, celles-ci resteront probablement en deçà de leur sommet d'avant la récession jusqu'au second semestre de 2014, en raison de la demande étrangère contenue et des déficits

qui subsistent sur le plan de la compétitivité, y compris la vigueur persistante du dollar canadien. Les perspectives de l'économie canadienne sont légèrement plus faibles que celles exposées dans le *Rapport* de janvier, la Banque faisant maintenant l'hypothèse que les dépenses publiques apporteront une contribution

**Graphique 18 : Les investissements fixes des entreprises et les exportations nettes devraient rebondir, après avoir connu un récent tassement**



Après la faiblesse affichée au second semestre de 2012, la croissance économique au Canada devrait reprendre de la vigueur tout au long de 2013.





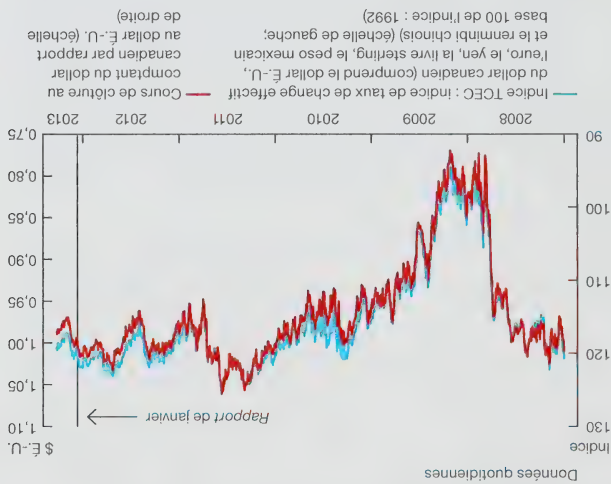
- L'expansion de la production de brut léger aux États-Unis ne devrait pas avoir d'incidence importante sur les exportations canadiennes de brut lourd.

marché du logement aux États-Unis et la progression robuste des investissements des entreprises américaines. Notamment, l'expansion de la production de brut léger aux États-Unis ne devrait pas avoir d'incidence importante sur les exportations canadiennes de brut lourd. Les cours des produits de base, qui, dans l'ensemble, se situent encore à des niveaux historiquement élevés, devraient continuer de soutenir les termes de l'échange ainsi que le revenu intérieur brut du Canada.

## Le dollar canadien

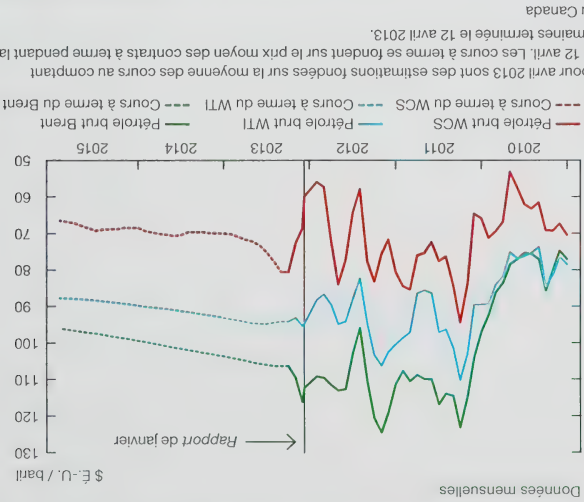
La valeur du dollar canadien s'est située en moyenne à 98 cents  $\text{€-U.}$  depuis la date d'annonce préétablie de mars, comparativement au niveau de 101 cents  $\text{€-U.}$  postulé en janvier (Graphique 17). La Banque fait l'hypothèse qu'il se maintiendra à 98 cents  $\text{€-U.}$  durant la période projetée.

**Graphique 17 : Le dollar canadien s'est déprécié depuis la parution du Rapport de janvier**



Nota : Une hausse de l'une ou l'autre des séries indique une appréciation du dollar canadien.  
Source : Banque du Canada  
Dernière observation : 12 avril 2013

**Graphique 16 : L'écart s'est resserré entre les prix des pétroles bruts WCS et WTI, mais il devrait s'élargir de nouveau**



Les cours des produits non énergétiques ont chuté d'environ 4 %.

Les cours des produits non énergétiques ont chuté d'environ 4 % depuis la parution de la dernière livraison du *Rapport*. Les prix des métaux communs affichent une tendance à la baisse depuis 2011, ce qui cadre avec la décélération du rythme d'expansion de l'économie mondiale, notamment en Chine. Le ralentissement de la croissance de la demande, conjugué à une augmentation de l'offre, a engendré une accumulation marquée des stocks. Les prix des métaux communs devraient donc rester faibles à court terme, pour ensuite se raffermir quelque peu, sous l'effet du renforcement prévu de l'activité à l'échelle du globe. On s'attend à ce que les prix du bois d'œuvre continuent de grimper dans les années qui viennent, bien qu'à un rythme plus modéré, puisque l'incidence de la demande accrue de bois d'œuvre émanant du secteur américain du logement sera partiellement compensée par une hausse de l'offre. Les prix des produits agricoles sont légèrement inférieurs à ce qu'ils étaient en janvier et devraient baisser davantage durant la période de projection, les récoltes devant augmenter après avoir enregistré de bas niveaux imputables aux sécheresses.

## Les implications pour l'économie canadienne

La demande d'exportations canadiennes devrait croître solidement.

La demande visant les exportations du Canada hors produits de base demeure bien en deçà du sommet qu'elle avait atteint avant la récession. La mesure de l'activité étrangère n'a regagné que 70 % du terrain perdu durant la récession de 2008-2009, ce qui tient surtout au niveau d'activité encore faible dans le secteur du logement aux États-Unis<sup>9</sup>. Néanmoins, la demande d'exportations canadiennes devrait croître solidement au cours de la période projetée, étant principalement alimentée par la reprise continue du

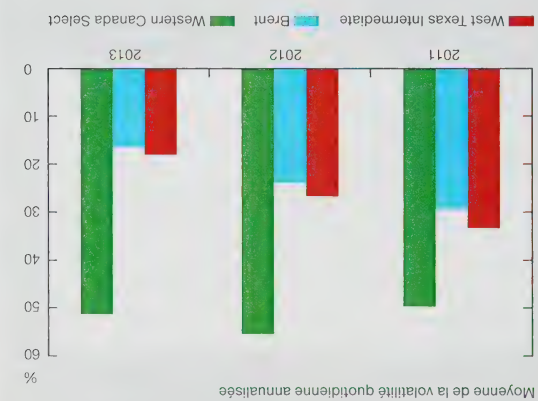
<sup>9</sup> La mesure de l'activité étrangère reflète la composition de la demande d'exportations canadiennes en pondérant les diverses composantes de la demande intérieure finale privée aux États-Unis et l'activité économique d'autres pays en fonction de leur importance dans les échanges commerciaux du Canada.

Depuis la parution du *Rapport de janvier*, les prix des matières premières produites au Canada se sont accrus de façon générale. On notera en particulier que les cours du Western Canada Select (WCS), l'un des principaux bruts de référence pour les producteurs et exportateurs canadiens de pétrole, ont augmenté de 32 %. Cette forte hausse est cependant survenue après une baisse tout aussi prononcée des cours du WCS jusque vers la fin de 2012. Ces fluctuations de prix considérables cadrent avec la volatilité élevée que les prix de ce brut de référence affichent depuis quelques années comparativement aux prix mondiaux du pétrole (Graphique 2-C).

La volatilité supérieure des prix du WCS traduit le moindre niveau de liquidité du marché du WCS. Celui-ci étant essentiellement un marché au comptant de gré à gré avec livraison effective de la marchandise, les prix sont influencés plus rapidement et plus fortement par les insuffisances en matière de transport et d'infrastructure. De plus, pendant les récentes années, la conjonction d'une croissance robuste de la production et d'une expansion limitée des capacités de transport a engendré davantage de goulets d'étranglement dans l'acheminement du brut de l'Ouest du Canada vers le marché<sup>3</sup>. On s'attend par conséquent à ce

3 Pour en savoir plus, lire l'encadré 2, « L'évolution du secteur énergétique canadien et son incidence sur l'économie », dans la livraison de janvier 2013 du *Rapport*.

### Graphique 2-C : Les prix du Western Canada Select sont plus volatils que ceux des autres bruts de référence



Nota : La volatilité quotidienne annualisée a été calculée au moyen d'une méthode GARCH (1, 1). Les chiffres annuels sont des moyennes simples des données quotidiennes.  
Source : calculs de la Banque du Canada  
Dernière observation : 201311

L'indice des cours du pétrole brut utilisé par la Banque a augmenté d'environ 7 % depuis janvier, à la faveur du redressement du cours du WCS, qui est passé d'un creux récent de 55 dollars É.-U. le baril, enregistré en décembre, à 80 dollars É.-U. le baril. Cependant, d'autres cours de référence du pétrole, tels que le Brent et le West Texas Intermediale (WTI), ont fléchi. Le rebond du cours du WCS est lié à la fois au recours accru au transport ferroviaire et à une diminution temporaire de la production, qui ont atténué les contraintes causées par l'insuffisance des capacités pipeline. Résultat, l'écart entre les cours du WTI et du WCS s'est rapproché de son niveau historique de quelque 15 dollars É.-U. le baril.

À en juger par les plus récentes courbes des cours à terme, les prix du Brent et du WTI devraient se replier légèrement durant la période projetée, et l'écart entre ces cours de référence devrait se rétrécir de façon modeste (Graphique 1b). L'écart entre les cours du WTI et du WCS devrait s'élargir quelque peu, en réaction à une hausse de la production canadienne.

Les prix du gaz naturel ont poursuivi leur ascension ces derniers mois : ils ont augmenté de quelque 20 % depuis la publication du *Rapport de janvier*. À 4,20 dollars É.-U. par million de BTU, toutefois, les prix demeurent bien en deçà du niveau moyen des dix dernières années s'établissant à 5,60 dollars É.-U. Selon la plus récente courbe des cours à terme, les prix du gaz naturel devraient augmenter régulièrement et atteindre 4,50 dollars É.-U. par million de BTU vers la fin de 2015.

# Les prix des produits de base demeurent élevés

Ces dernières années, les cours des matières premières ont été élevés et, par moments, très volatils. À l'heure actuelle, l'indice des prix des produits de base de la Banque du Canada corrigé de l'inflation (IPPB en termes réels) se situe encore bien au-dessus de sa moyenne historique (Graphique 2-A), surtout en raison de la hausse des cours du pétrole brut (Tableau 2-A)<sup>1</sup>.

Les prix des produits de base ne sont cependant pas aussi élevés qu'il y a deux ans. Les prix réels du pétrole brut et des métaux communs ont diminué de 20 % et 28 % respectivement depuis le début de 2011, en réaction principalement à l'augmentation de l'offre et à la croissance plus lente que prévue de l'économie mondiale (notamment en Chine, l'un des premiers consommateurs de matières industrielles de la planète) (Graphique 2-B). Malgré leur récent recul, les prix du pétrole s'établissent toujours à de très hauts niveaux. Ceux des métaux communs avoisinent toutefois maintenant leur moyenne de long terme<sup>2</sup>. Les cours du gaz naturel ont chuté de 17 % en l'espace de deux ans et glissé sous leur moyenne historique, par suite de l'essor remarquable de la

**Tableau 2-A : Les prix des produits de base selon l'IPPB en termes réels se situent pour la plupart au-dessus de leurs moyennes sur 20 et 40 ans**

IPPB	Écart (en %) par rapport à la moyenne sur 40 ans	Écart (en %) par rapport à la moyenne sur 20 ans	Variation (en %)	
			Écart	sur l'observation de janvier
Produits non énergétiques	8	25	-4	-4
Métaux communs	3	11	-12	9
Bois d'œuvre	-4	0	-3	8
Agriculture	-4	30	-3	7
Produits énergétiques	55	48	77	-29
Pétrole	96	-33	-29	20
Gaz naturel				

**Nota :** Les indices en termes nominaux ont tous été corrigés à l'aide de l'indice implicite des prix du PIB américain. Le prix réel moyen au premier trimestre de 2013 est comparé à la moyenne des 40 dernières années (1973-2012) et des 20 dernières années (1993-2012). Pour calculer la variation observée depuis le plus récent *Rapport*, le prix quotidien au comptant en date du 12 avril a été comparé à celui du 18 janvier.

Sources : Haver Analytics et calculs de la Banque du Canada

1 D'autres indices plus larges de ces prix et à caractère plus « international » présentent un comportement similaire.

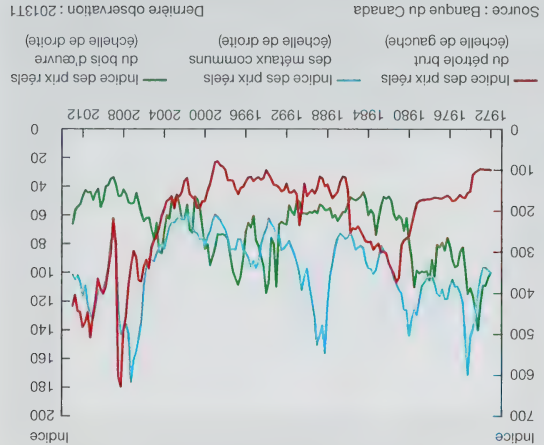
2 L'envoi persistant des prix des métaux communs avant la crise financière a donné lieu à des investissements considérables dans de nouvelles capacités de production. C'est pourquoi la plupart des marchés de ces métaux connaissent aujourd'hui une offre excédentaire et que les stocks atteignent des niveaux records.

production de gaz de schiste aux États-Unis. À l'opposé, les prix du bois d'œuvre ont grimpé de près de 55 % depuis le début de 2012, à la faveur de la reprise du marché américain du logement, et retrouvé leur moyenne de longue période. (suite à la page suivante)

**Graphique 2-A : Les cours des produits de base demeurent élevés par rapport à leurs niveaux historiques**



**Graphique 2-B : Les prix réels du pétrole brut et des métaux communs sont redescendus de leurs récents sommets, tandis que ceux du bois d'œuvre ont augmenté**



Source : Banque du Canada

— Indice des prix réels du pétrole brut (échelle de gauche)  
— Indice des métaux communs (échelle de droite)  
— Indice des prix réels du bois d'œuvre (échelle de droite)

Dernière observation : 2013T1



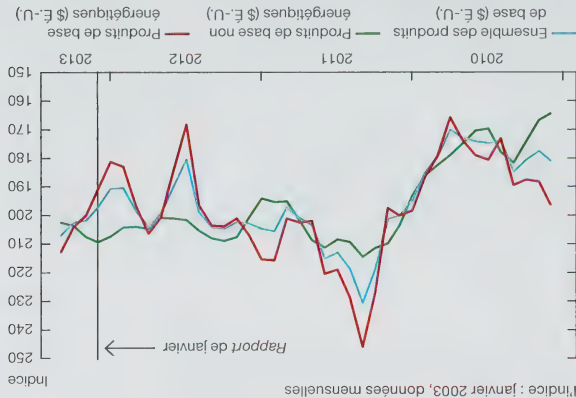
publics dans les infrastructures diminueront et que le secteur du logement se stabilisera en réaction aux nouvelles mesures de politique plus restrictives. Par contre, l'expansion des dépenses de consommation devrait s'accélérer, stimulée par des hausses appréciables des salaires et de l'emploi ainsi que par les réformes structurelles en cours. Une vive progression des exportations est également anticipée, compte tenu du raffermissement de la demande dans les économies avancées, mais elle sera vraisemblablement atténuée par l'appréciation prévue de la valeur réelle du renminbi.

L'activité économique s'est redressée dans plusieurs autres pays émergents. Bien que l'amélioration des conditions économiques ait été particulièrement prononcée dans les pays émergents d'Asie et certaines parties de l'Amérique latine, il existe d'importantes différences entre les régions et à l'intérieur de celles-ci. La croissance continue d'être relativement forte au Mexique et l'expansion économique s'est raffermie au Brésil, bien qu'elle reste inférieure à son potentiel. Parmi les pays émergents d'Asie, l'Inde fait exception, la croissance de son économie ayant ralenti en raison des réductions des dépenses publiques, des récoltes estivales décevantes et des contraintes persistantes du côté de l'offre. Globalement, l'activité économique dans les pays émergents devrait se renforcer au cours de la période de projection grâce à la poursuite des mesures de relance et à la hausse de la demande extérieure.

## Les cours des produits de base

Les cours des produits de base demeurent élevés par rapport à leur niveau passé (Encadré 2). La demande mondiale modeste et l'offre accrue ont cependant fait baisser l'indice des prix des produits de base (PPB) de la Banque du Canada de 14 % par rapport au sommet le plus récent atteint en avril 2011<sup>8</sup>. L'IPPB a peu varié depuis la publication du *Rapport de janvier* (Graphique 15), le renchérissement du pétrole brut Western Canada Select (WCS), du gaz naturel et du bois d'œuvre ayant été compensé par le recul des autres composantes.

**Graphique 15 : L'indice des prix des produits de base de la Banque a globalement peu changé depuis le *Rapport de janvier***



Nota : Les valeurs pour avril 2013 sont des estimations fondées sur la moyenne des cours quotidiens au comptant observés jusqu'au 12 avril.  
Source : Banque du Canada  
Dernière observation : 12 avril 2013

<sup>8</sup> Les cours indiqués dans cette section remontent au vendredi 12 avril 2013.

■ L'activité économique s'est redressée dans plusieurs autres pays émergents.

objectif en deux ans. Elle va presque doubler la base monétaire, pour la porter à 270 milliards de yens (soit 54 % du PIB) d'ici la fin de 2014, au moyen principalement de l'achat d'obligations à plus long terme de l'État japonais. Cet assouplissement substantiel de la politique monétaire et budgétaire contribuera à faire progresser la demande intérieure au Japon durant la période projetée. La récente dépréciation marquée du yen, conjuguée à un raffermissement de la demande extérieure, devrait aussi entraîner une vive augmentation des exportations. Toutefois, le relèvement prévu de la taxe sur la valeur ajoutée en 2014 et en 2015 peut brider quelque peu la croissance<sup>5</sup>. Les perspectives d'expansion de l'économie japonaise ont été révisées à la hausse depuis la parution du *Rapport* de janvier, l'effet positif de la politique monétaire plus expansionniste faisant plus que compenser l'influence négative d'une révision à la baisse de la croissance de la production potentielle au Japon projetée par la Banque<sup>6</sup>.

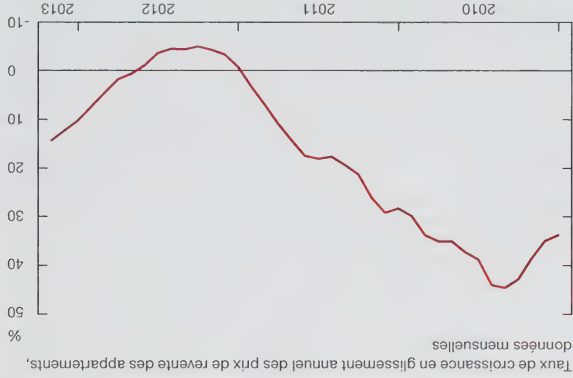
## Les économies de marché émergentes

La croissance du PIB réel de la Chine a ralenti au premier trimestre de 2013, après s'être redressée pour s'établir à un rythme très vigoureux au second semestre de 2012. L'essor actuel du secteur immobilier résidentiel et de nouvelles augmentations des prix des logements ont soulevé des préoccupations à propos des déséquilibres dans ce secteur, ce qui a poussé les autorités monétaires chinoises à adopter d'autres mesures visant à retendre la demande de logements (Graphique 14)<sup>7</sup>.

Le taux d'accroissement du PIB réel de la Chine devrait se stabiliser à l'intérieur d'une fourchette de 7,5 à 8 % durant les trois prochaines années, grâce aux mesures de politique prises pour réduire l'accumulation des déséquilibres intérieurs. La Banque prévoit que la croissance des dépenses d'investissement ralentira graduellement, à mesure que les investissements

Le taux d'accroissement du PIB réel de la Chine devrait se stabiliser à l'intérieur d'une fourchette de 7,5 à 8 %.

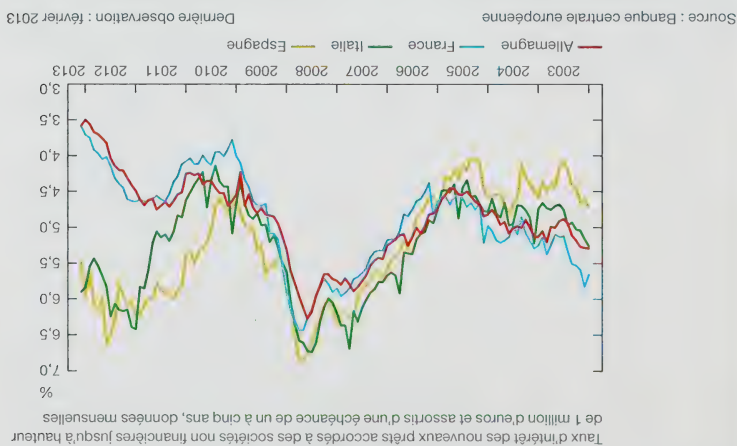
**Graphique 14 : L'essor actuel du secteur immobilier en Chine entraîne de nouvelles augmentations des prix des logements**



Sources : SouFun Holdings Ltd. et ambassade du Canada en Chine  
Dernière observation : mars 2013

- 5 Sous-réserve de la solidité des conditions économiques, la taxe sur la valeur ajoutée au Japon passera de 5 à 8 % en avril 2014 et à 10 % en octobre 2015.
- 6 La projection de croissance de la production potentielle au Japon a été révisée à la baisse à la suite d'une réévaluation de l'incidence du recul de la population active.
- 7 Ces mesures comprennent le prélèvement d'un impôt de 20 % sur les gains en capital touchant les transactions immobilières, de même qu'une hausse de la mise de fonds requise et le relèvement des taux hypothécaires pour ceux qui achètent un deuxième appartement dans les villes où les prix des logements augmentent rapidement.

**Graphique 12 : Les taux d'intérêt appliqués aux prêts aux entreprises dans les pays périphériques de la zone euro demeurent élevés**



**Graphique 13 : L'activité dans la zone euro devrait continuer à se contracter au premier semestre de 2013**



## Le Japon

Le PIB réel du Japon a crû de 0,2 % au quatrième trimestre de 2012, après avoir reculé deux trimestres de suite. La faiblesse de l'économie et les pressions déflationnistes qui perdurent ont incité les autorités japonaises à prendre des mesures de politique plus vigoureuses, y compris l'ajout de stimulants budgétaires<sup>4</sup>. Plus important encore, la Banque du Japon est passée à une cible d'inflation de 2 % et a récemment annoncé un certain nombre de nouvelles mesures musclées devant permettre l'atteinte de cet

<sup>4</sup> En janvier 2013, le gouvernement japonais a annoncé l'adoption d'un budget supplémentaire, dont de nouvelles mesures de relance totalisant 13,1 billions de yens, ou 2,8 % du PIB. La Banque a pris en compte les effets de ces mesures dans son scénario de référence de janvier.

► La Banque du Japon a récemment annoncé un certain nombre de nouvelles mesures musclées.

Le raffermissement de la demande étrangère devrait favoriser une hausse constante des exportations américaines jusqu'en 2015, alors qu'on s'attend à ce que le renforcement de la demande intérieure stimule la croissance des importations. Toutefois, les importations de pétrole, surtout de brut léger, devraient de plus en plus faire place à la production américaine croissante<sup>3</sup>. Les pressions inflationnistes demeurent faibles aux États-Unis. L'indice de prix relatif aux dépenses de consommation des ménages excuant les alliments et l'énergie a cru de seulement 1,1 % en glissement annuel au cours des trois derniers mois, même si les attentes d'inflation à moyen terme demeurent bien ancrées. Une légère augmentation de l'inflation est toutefois attendue dans ce pays durant la période de projection, dans un contexte de réduction graduelle de l'offre excédentaire.

Les pressions inflationnistes demeurent faibles aux États-Unis.

## La zone euro

Le PIB réel de la zone euro a reculé pour s'établir à 2,3 % en rythme annuel au quatrième trimestre de 2012, ce qui représente la chute la plus marquée depuis la récession de 2008-2009. Le PIB réel de l'Allemagne a perdu 2,4 % en raison de la faiblesse des investissements et des exportations, surtout les exportations destinées aux États-Unis. En outre, l'activité au sein de nombreux pays périphériques continue de se contracter, étant freinée par les effets négatifs de l'austérité budgétaire, le bas niveau de la confiance et le resserrement des conditions du crédit. La transmission de la politique monétaire aux pays périphériques est encore entravée, la segmentation des marchés se traduisant par la persistance de taux des prêts bancaires élevés, surtout pour les petites et moyennes entreprises (Graphique 12).

On prévoit que l'activité continuera à diminuer dans la zone euro au premier semestre de 2013, bien que plus lentement.

Les différences marquées au titre de la conjoncture des grandes économies et des pays périphériques devraient persister.

On prévoit que l'activité continuera à diminuer dans la zone euro au premier semestre de 2013, bien que plus lentement (Graphique 13). Une reprise graduelle, favorisée à l'origine par la demande extérieure, devrait alors s'enclencher. On ne s'attend pas à ce que la demande intérieure contribue de façon significative à la croissance économique avant la fin de 2014, une fois que les effets négatifs des conditions d'octroi de prêt restrictives et de l'assainissement budgétaire commenceront à se dissiper. En moyenne annuelle, le PIB réel de la zone euro devrait reculer de 0,6 % en 2013, avant de remonter de 0,8 % en 2014 et de 1,4 % en 2015. Les différences marquées au titre de la conjoncture des grandes économies et des pays périphériques devraient persister. Les perspectives de la zone euro ont été revues à la baisse par rapport aux attentes énoncées dans le *Rapport* de janvier.

Même si la crise dans la zone euro demeure contenue, la crise financière à Chypre de même que l'incertitude politique en Italie font ressortir des vulnérabilités persistantes. Pour ramener la zone euro sur une trajectoire de croissance plus viable, des réformes structurelles destinées à accroître la compétitivité, d'avantage de progrès vers une union bancaire de même que l'intégration budgétaire seront nécessaires.

3 Aux États-Unis, la production pétrolière a atteint près de 6,5 millions de barils par jour en 2012, alors que les importations de pétrole brut, en chiffres nets, ont baissé à 8,4 millions de barils par jour, soit le niveau le plus bas en 15 ans. Selon l'Energy Information Administration des États-Unis, la production américaine de pétrole devrait augmenter pour s'établir à près de 8 millions de barils par jour en 2014.

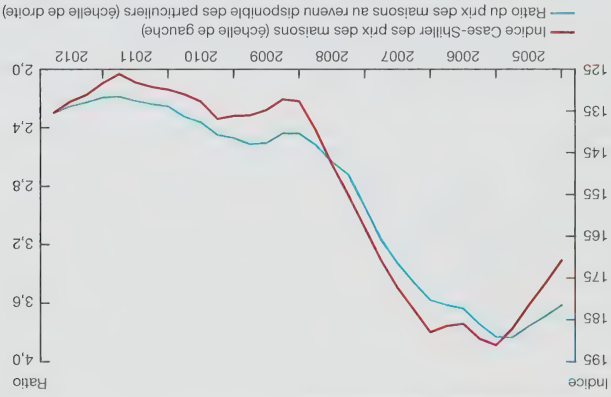


► Les déterminants fondamentaux des investissements fixes des entreprises demeurent très favorables.

Les déterminants fondamentaux des investissements fixes des entreprises demeurent très favorables. La situation financière des entreprises américaines est saine et celles-ci peuvent se financer sur les marchés à un très faible coût. Alors qu'une certaine volatilité régnait à la fin de 2012 et au début de 2013 en raison de l'incertitude entourant l'imminence du précipice budgétaire, on anticipe maintenant que les investissements des entreprises progresseront à un rythme soutenu. La construction non résidentielle devrait également reprendre de la vigueur grâce à la robustesse des investissements dans le secteur américain du pétrole et du gaz (Graphique 11) et au redressement graduel du secteur de l'immobilier commercial.

**Graphique 10 : Après cinq ans de recul, les prix des maisons aux États-Unis ont commencé à remonter**

Indice S&P/Case-Shiller des prix des maisons aux États-Unis; base 100 de l'indice : moyenne de 2000, données trimestrielles



Sources : Standard & Poor's, Bureau d'analyse économique et Bureau des statistiques du travail des États-Unis, U.S. National Association of Realtors et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2012T4

**Graphique 11 : Les investissements dans les secteurs pétrolier et gazier aux États-Unis sont robustes**

Données trimestrielles



Source : Bureau d'analyse économique des États-Unis

Dernière observation : 2012T4



## Encadré 1

## La reprise du marché du logement aux États-Unis devrait soutenir l'économie canadienne

La contraction de l'activité qu'a connue le marché du logement aux États-Unis de 2006 à 2011 a été la plus marquée et la plus longue de l'après-guerre (**Graphique 1-A**)<sup>1</sup>; l'investissement résidentiel a chuté de presque 60 % et les prix des maisons de quelque 35 % par rapport à leurs sommets d'avant la crise. Au cours de la dernière année, l'investissement résidentiel a cependant progressé de 15 % et les prix des maisons de 10 %, ce qui laisse croire qu'une reprise durable du marché américain du logement est enfin amorcée.

Toutefois, il faudra encore un certain temps avant que l'invest-

issement résidentiel revienne à un niveau plus normal. Sa part dans le PIB s'établit actuellement à seulement 2,6 %, soit environ la moitié de la moyenne historique observée avant la crise. Dans son scénario de référence, la Banque anticipe un redressement continu et graduel de l'investissement résidentiel aux États-Unis. Outre ses répercussions positives sur les secteurs connexes (électroménager, meubles, etc.) et son effet favorable sur la richesse des ménages, cette reprise contribuera de manière significative à la croissance du PIB réel américain au cours de la période 2013-2015.

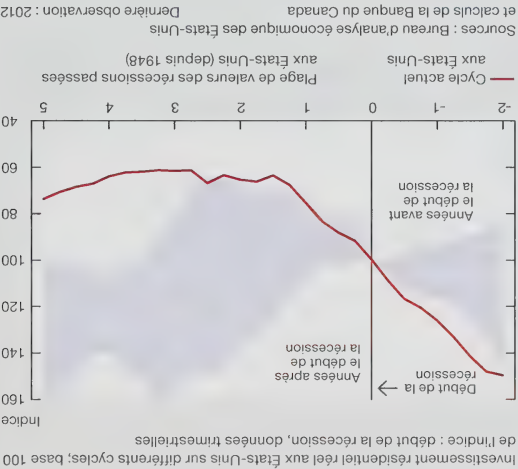
Le regain du marché américain du logement est très bénéfique pour l'économie canadienne. La Banque prévoit que l'investissement résidentiel progressera à un rythme annuel moyen d'à peu près 12,5 % aux États-Unis de 2013 à 2015. Toutes choses égales par ailleurs, cela devrait ajouter environ un point de pourcentage en moyenne par année à la croissance des exportations du Canada si l'on se fonde sur les relations observées dans le passé. L'augmentation des revenus et de la richesse induite par le redressement du marché du logement fera également croître la consommation aux États-Unis et, par conséquent, la demande d'exportations canadiennes.

Ce sont le secteur forestier et les autres exportateurs canadiens de produits de construction qui profiteront le plus directement de la situation. La production canadienne de bois d'œuvre a fortement diminué en 2006 lorsque les mises en chantier ont chuté aux États-Unis. Bien que le Canada ait été en mesure de diversifier quelque peu ses marchés d'exportation en se tournant en particulier vers la Chine, ses efforts n'ont pas suffi à contrebalancer la baisse de la demande américaine (**Graphique 1-B**). La hausse de la demande de logements enregistrée aux États-Unis depuis un an a fait bondir de 55 % les prix du bois d'œuvre, qui ont atteint leur niveau le plus élevé depuis avril 2005. Cette montée des prix s'est traduite par une amélioration des termes de l'échange du Canada (du fait que celui-ci est un exportateur net de bois d'œuvre), ainsi que par un accroissement du pouvoir d'achat des Canadiens et une augmentation des bénéfices, ce qui, en définitive, stimulera la production, l'emploi, l'investissement et les salaires dans le secteur forestier<sup>2</sup>. Étant donné les

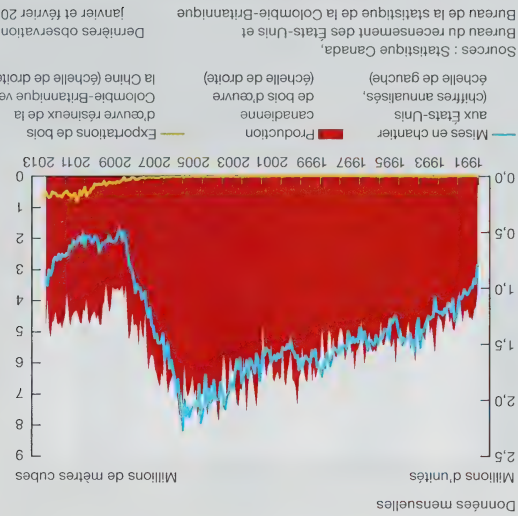
1 Voir la Note technique 2, « L'incidence de l'évolution des prix des produits de base sur l'économie canadienne », de la livraison n° 2011 du Rapport sur la politique monétaire pour obtenir une description plus complète des canaux par lesquels les prix des produits de base peuvent influencer l'économie canadienne.

capacités existantes du secteur et les restructurations qui y ont été réalisées au cours des dernières années dans le but de renforcer son efficacité, les producteurs canadiens sont bien placés pour réagir avec rapidité.

### Graphique 1-A : L'investissement résidentiel américain dispose d'une marge de progression considérable



### Graphique 1-B : La production canadienne de bois d'œuvre bénéficiera de l'augmentation de la demande de logements aux États-Unis



► La politique monétaire devrait demeurer très expansionniste.

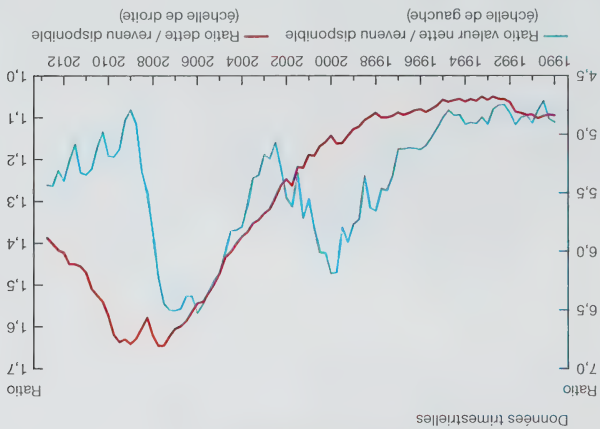
► Les ménages ont accompli des progrès considérables dans l'assainissement de leurs bilans.

Compte tenu des effets restrictifs de l'assainissement budgétaire et de la réduction du levier d'endettement dans le secteur privé, la politique monétaire devrait demeurer très expansionniste jusqu'en 2015. Conformément aux indications fournies par le Comité de l'open market de la Réserve fédérale, le taux des fonds fédéraux devrait se maintenir à des niveaux exceptionnellement bas, du moins tant et aussi longtemps que le taux de chômage continue de dépasser 6,5 %, que l'inflation projetée pour l'année prochaine ou l'année d'après reste inférieure à 2,5 % et que les attentes d'inflation à long terme demeurent bien ancrées. On s'attend aussi à ce que la Réserve fédérale continue d'acheter des titres adossés à des créances hypothécaires des agences fédérales américaines et des titres du Trésor à long terme afin d'accentuer la détente monétaire.

Les dépenses de consommation ont été solides depuis le début de 2013, mais elles se ressentent de la hausse de 2 % des charges sociales qui a pris effet en janvier. La consommation devrait être soutenue par l'augmentation du revenu du travail, les faibles coûts du financement par emprunt et le meilleur accès au crédit. En outre, l'effet modérateur exercé par la réduction du levier d'endettement des ménages devrait diminuer au cours de la période de projection, étant donné les progrès considérables accomplis par ceux-ci dans l'assainissement de leurs bilans (Graphique 9).

La reprise du marché du logement continue à s'enraciner (Encadré 1). On a observé une hausse marquée des mises en chantier et des ventes de maisons neuves et existantes ainsi qu'un renforcement notable de la confiance des constructeurs d'habitations et des courtiers immobiliers. Fait important, les prix des logements se sont réinscrits en hausse après cinq ans de baisse (Graphique 10). La construction résidentielle devrait poursuivre sa croissance, à la faveur d'une amélioration graduelle de la situation sur le marché du travail, de la demande fondamentale liée à l'évolution démographique, du bas niveau des taux des prêts hypothécaires et d'une amélioration attendue des conditions d'accès au crédit.

**Graphique 9 : Les ménages américains ont accompli des progrès considérables pour assainir leurs bilans**



Nota : Le secteur des entreprises individuelles est pris en compte dans les calculs de la dette aux États-Unis.  
Sources : Réserve fédérale américaine et Bureau d'analyse économique des États-Unis  
Dernière observation : 2012T4

## Les États-Unis

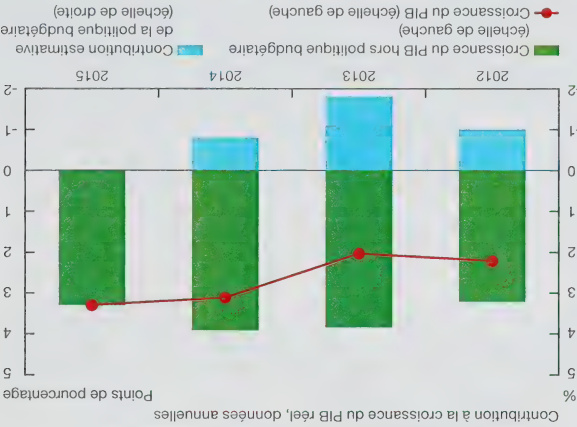
Le redressement de la demande intérieure privée et un raffermissement graduel de la conjoncture extérieure devraient soutenir l'expansion de l'économie américaine, alors que l'assainissement budgétaire et la réduction du levier d'endettement des ménages, dont l'effet se fera de moins en moins sentir, continueront à freiner la croissance.

Le PIB réel des États-Unis a cru légèrement au quatrième trimestre de 2012, la demande sous-jacente robuste du secteur privé ayant été largement contrebalancée par les énormes réductions observées dans certaines composantes volatiles de la dépense. Selon les estimations, la croissance du PIB réel a rebondi au premier trimestre, stimulée par une progression plus prononcée de la consommation, mais on prévoit qu'elle sera plus faible au deuxième trimestre, car le freinage budgétaire deviendra plus marqué. La croissance économique, en chiffres trimestriels, devrait alors s'accroître pour avoisiner 3,5 % au début de 2014, avant de ralentir durant le reste de la période de projection. En moyenne annuelle, la croissance du PIB réel des États-Unis devrait se situer à 2,0 % en 2013, à 3,1 % en 2014 et à 3,3 % en 2015.

La réduction du levier d'endettement en cours dans le secteur public demeure le principal vent contraire auquel est confrontée l'économie américaine. L'effet modérateur exercé par l'assainissement budgétaire sur la croissance du PIB réel des États-Unis, qui s'est chiffré à 1,0 point de pourcentage en 2012, devrait passer à 1,8 point en 2013, avant de baisser à 0,8 point de pourcentage en 2014 (Graphique 8). Ces estimations tiennent compte d'une révision du moment où se sont produites les réductions automatiques des dépenses<sup>2</sup>. Par conséquent, le freinage budgétaire se fait sentir plus rapidement que la Banque ne l'avait prévu en janvier, même si l'effet cumulé au cours de la période 2013-2014 a été revu à la baisse.

La réduction du levier  
d'endettement en cours dans  
le secteur public demeure le  
principal vent contraire auquel  
est confrontée l'économie  
américaine.

**Graphique 8 : La politique budgétaire américaine continue d'exercer un effet modérateur important sur la croissance du PIB réel**



Notas : La contribution de la politique budgétaire à la croissance traduit à la fois l'effet direct des mesures prises sur les dépenses publiques et leurs retombées indirectes sur les autres composantes de la demande globale. Sources : Bureau d'analyse économique des États-Unis et calculs et projections de la Banque du Canada.

2 Ces réductions de dépenses, qui sont entrées en vigueur le 1<sup>er</sup> mars 2013, imposent des économies budgétaires de l'ordre de 1,2 billion de dollars E.-U. au cours des neuf prochaines années.

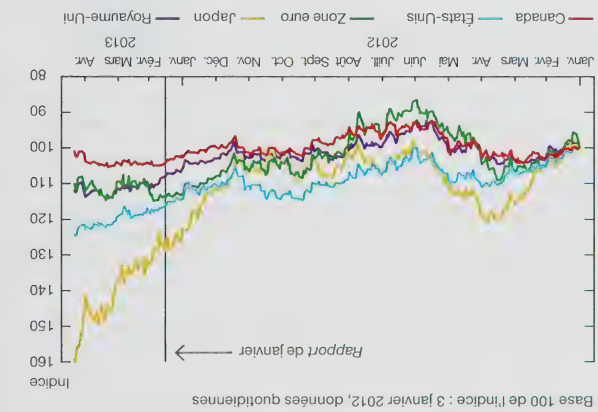




► Dans la zone euro, on a observé une détérioration du climat sur les marchés.

Dans la zone euro, on a observé une détérioration du climat sur les marchés attribuables à un certain nombre de facteurs, notamment la dégradation des conditions économiques, l'incertitude politique en Italie, les aspects troubles du programme d'aide financière à Chypre et les problèmes de mise en œuvre des mesures d'austérité budgétaire requises au Portugal. Par conséquent, les cours des indices boursiers ont fléchi dans cette région, surtout les sous-indices des banques, contrairement à ceux des autres économies avancées. Même si les conditions de financement se sont quelque peu détériorées en Italie, en raison de la prudence accrue affichée par les investisseurs (Graphique 7), une certaine différenciation a été constatée entre les États périphériques. Par exemple, les rendements des obligations irlandaises ont reculé, sous l'effet des progrès accomplis au titre de l'assainissement budgétaire et de la mise en œuvre des réformes structurelles.

**Graphique 4 : Les cours des actions ont vivement augmenté au Japon et aux États-Unis**



Source : Bloomberg

Dernière observation : 12 avril 2013

**Graphique 5 : Les rendements des obligations de sociétés américaines se sont stabilisés près des creux historiques enregistrés dernièrement**



Source : Bank of America Merrill Lynch

Dernière observation : 12 avril 2013



- Les conditions financières mondiales se sont généralement assouplies.
- Les marchés montrent des signes accrus de différenciation entre les divers pays et les actifs financiers.

Les conditions financières mondiales se sont généralement assouplies depuis la parution du dernier *Rapport*, les acteurs du marché ayant davantage confiance dans la résilience de la reprise dans le monde. En particulier, les risques extrêmes à l'échelle du globe associés à la politique budgétaire américaine à court terme ont diminué. Les marchés montrent des signes accrus de différenciation entre les divers pays et les actifs financiers, comme en témoigne la baisse récente de la covariation des prix des actifs

(graphique 3).

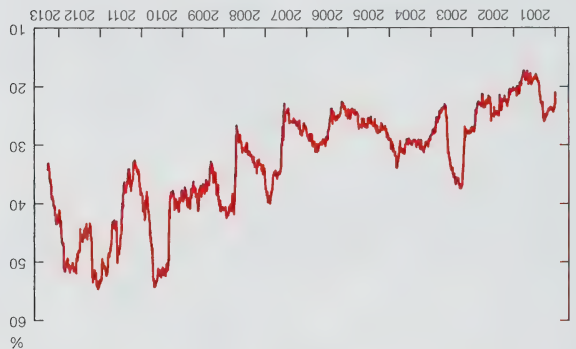
Les conditions financières sont demeurées très expansives aux États-Unis, les mesures de politique monétaire ainsi que les signes de raffermissement de la demande privée ont soutenu la confiance des marchés. Même les rendements des obligations d'État à long terme demeurent faibles, les cours des actions ont atteint des niveaux records (graphique 4). Les marchés des obligations de sociétés demeurent robustes, et les rendements sont stabilisés près des creux historiques enregistrés dernièrement

(graphique 5).

Les conditions financières ont continué de s'améliorer au Japon depuis la parution du dernier *Rapport*, en raison des mesures étonnamment éner- giques de détente monétaire annoncées récemment. La hausse des cours des actions japonaises a été nettement supérieure à celle de l'ensemble des grands indices boursiers depuis janvier, et l'indice Nikkei a atteint son niveau le plus élevé depuis l'été 2008. Les rendements des obligations d'État ont reculé malgré l'accentuation des attentes d'inflation, et le yen est fortement déprécié (graphique 6).

graphique 3 : La différenciation s'est accrue sur les marchés

Estimation de la contribution du premier facteur commun à la variation des rendements au moyen d'une analyse en composantes principales (fenêtre glissante de 90 jours)



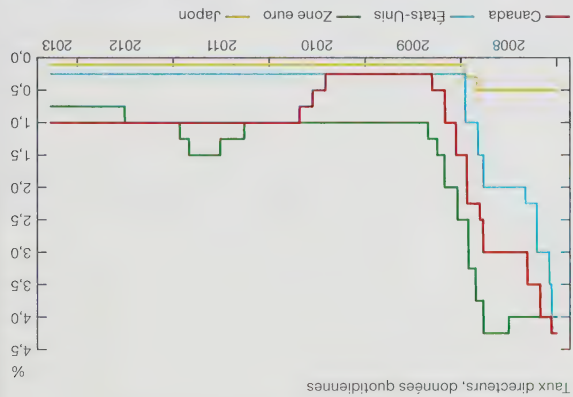
Nota : L'analyse en composantes principales est une méthode statistique décrivant la covariation des variables en fonction d'un petit nombre de facteurs communs non corrélés. Si toutes les données à l'étude étaient parfaitement corrélées, le premier facteur commun expliquerait la totalité des variations observées; inversement, en l'absence de toute corrélation, ce premier facteur ne rendrait compte d'aucune des variations. Les éléments analysés comprennent la plupart des grandes catégories d'actifs comme les actions, les obligations, les produits de base et les devises.

Sources : Bloomberg, Bank of America Merrill Lynch

Calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 12 avril 2013

**Graphique 1 : Les taux directeurs des économies avancées demeurent à des niveaux historiquement bas...**

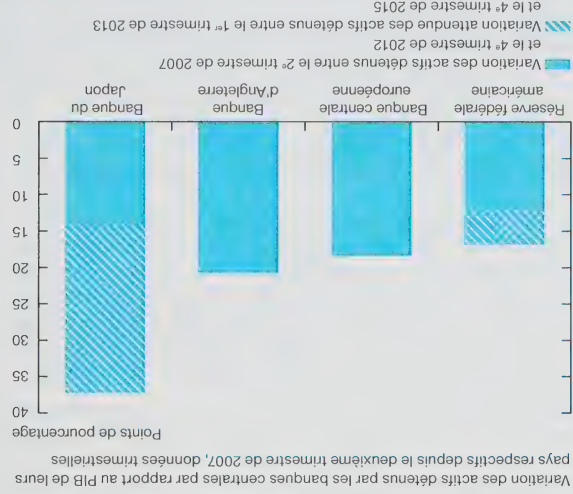


Nota : Le 5 octobre 2010, la Banque du Japon a adopté une fourchette dans laquelle son taux directeur peut varier de 0,0 à 0,1 %, au lieu de la cible de 0,1 % qu'elle visait jusque-là. La Réserve fédérale des États-Unis applique une fourchette cible qui va de 0,0 à 0,25 % depuis le 16 décembre 2008.

Sources : Banque du Canada, Réserve fédérale des États-Unis, Banque centrale européenne et Banque du Japon

Dernière observation : 12 avril 2013

**Graphique 2 : ... et certaines banques centrales ont procédé à un nouvel assouplissement monétaire substantiel en recourant à des mesures non traditionnelles**



Nota : La hausse attendue des actifs de la Réserve fédérale américaine repose sur la moyenne des prévisions du secteur privé. Pour le Japon, la variation attendue des actifs détenus se fonde sur la plus récente décision de politique monétaire annoncée par la Banque centrale.

Sources : Réserve fédérale américaine et Bureau d'analyse économique des États-Unis; Banque centrale européenne et Eurostat; Banque d'Angleterre et Office for National Statistics (Royaume-Uni); Banque du Japon et Bureau du Cabinet (Japon); calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2012

La croissance de l'économie mondiale a évolué essentiellement comme la Banque l'avait prévu.

La croissance de l'économie mondiale a évolué essentiellement comme la Banque l'avait prévu dans la livraison de janvier du *Rapport sur la politique monétaire*. Aux États-Unis, l'expansion se poursuit à une cadence modeste, le renforcement graduel de la demande privée étant contrebalancé en partie par l'accélération de l'assainissement budgétaire. Les autorités ont procédé à un important assouplissement des politiques au Japon. La zone euro demeure en récession, et l'activité économique est bridée par l'austérité budgétaire, le bas niveau de la confiance et les conditions du crédit restrictives. Après s'être vivement redressée au second semestre de 2012, la croissance a ralenti en Chine. Les prix des produits de base touchés par les producteurs canadiens restent à des niveaux historiquement élevés et ont, dans l'ensemble, peu varié depuis janvier.

Le rythme de progression de l'économie du globe devrait être modeste en 2015 (Tableau 1). Le scénario de référence de la Banque table sur en 2015 (Tableau 1). Le scénario de référence de la Banque table sur en 2015 (Tableau 1). Le scénario de référence de la Banque table sur en 2015 (Tableau 1).

Face aux capacités inutilisées importantes et à l'atténuation des pressions inflationnistes, les banques centrales de quelques économies avancées ont procédé à un nouvel assouplissement monétaire substantiel en recourant à des mesures non traditionnelles tout en gardant leurs taux directeurs à des niveaux historiquement bas (Graphique 1 et Graphique 2). Ces interventions ont contribué à arrimer les attentes d'inflation à moyen terme et à favoriser des conditions financières expansionnistes à l'échelle mondiale.

Tableau 1 : Projection relative à la croissance de l'économie mondiale

	Croissance projetée <sup>b</sup> (en pourcentage)				Part du PIB mondial réel <sup>a</sup> (en pourcentage)					
	2015	2014	2013	2012						
États-Unis	19	2,2 (2,3)	2,0 (2,1)	3,1 (3,1)	3,3	1,4	1,4	6	2,0 (2,0)	1,4 (1,2)
Zone euro	14	-0,5 (-0,4)	-0,6 (-0,3)	0,8 (0,8)	1,4	1,4	1,4	6	2,0 (2,0)	1,4 (1,2)
Japon	6	1,4 (1,0)	1,4 (1,0)	1,6 (1,2)	1,4	1,4	1,4	6	2,0 (2,0)	1,4 (1,2)
Chine	14	7,8 (7,8)	7,7 (7,8)	7,6 (7,7)	7,7	7,7	7,7	14	7,8 (7,8)	7,6 (7,7)
Autres pays	47	3,1 (3,1)	3,2 (3,0)	3,7 (3,5)	3,9	3,9	3,9	47	3,1 (3,1)	3,2 (3,0)
Ensemble du monde	100	3,0 (3,0)	3,0 (2,9)	3,6 (3,5)	3,8	3,8	3,8	100	3,0 (3,0)	3,0 (2,9)

a. La part de chaque pays ou groupe de pays est calculée d'après les estimations du FMI des PIB mesurés

b. Les chiffres entre parenthèses correspondent aux projections présentées dans la livraison de janvier 2013 du *Rapport sur la politique monétaire*.

Source : Banque du Canada

1 Comme il est d'usage dans la livraison d'avril du *Rapport sur la politique monétaire*, la période de projection a été prolongée d'une année, soit jusqu'en 2015 dans ce cas-ci.



---

# Table des matières

L'économie mondiale.....	1
La conjoncture financière mondiale.....	3
Les États-Unis.....	6
Encadré 1 : La reprise du marché du logement aux États-Unis devrait soutenir l'économie canadienne .....	8
La zone euro .....	10
Le Japon .....	11
Les économies de marché émergentes .....	12
Les cours des produits de base .....	13
Encadré 2 : Les prix des produits de base demeurent élevés.....	14
Les implications pour l'économie canadienne.....	16
Le dollar canadien.....	17
<b>L'économie canadienne.....</b>	<b>19</b>
Les conditions financières.....	20
L'estimation des pressions sur la capacité de l'économie.....	23
L'économie réelle.....	26
Encadré 3 : Facteurs pesant sur les perspectives d'investissement des entreprises .....	30
Encadré 4 : Facteurs expliquant la faiblesse inattendue de l'économie canadienne en 2012 .....	33
L'inflation.....	35
Les risques entourant les perspectives.....	39



---

« L'ajustement en cours dans le secteur du logement est voulu et  
il est le bienvenu. »

—Mark Carney

Gouverneur, Banque du Canada  
25 février 2013  
London (Ontario)

# Rapport sur la politique monétaire

---

Avril 2013

---

Le présent rapport émane du Conseil de direction de la Banque du Canada, composé de Mark Carney, Tiff Macklem, John Murray, Timothy Lane, Agathe Côté et Lawrence Schembri.

Le ciblage de l'inflation et l'économie

- La Banque du Canada a pour mandat de mener la politique monétaire de manière à favoriser la prospérité économique et financière des Canadiens.
- L'expérience du Canada en matière de ciblage de l'inflation depuis 1991 a démontré que c'est en gardant l'inflation à un niveau bas, stable et prévisible qu'on peut le mieux préserver la confiance dans la valeur de la monnaie et contribuer à la croissance soutenue de l'économie, à la progression de l'emploi et à l'amélioration du niveau de vie.

En 2011, le gouvernement canadien et la Banque du Canada ont reconduit la cible de maîtrise de l'inflation pour une nouvelle période de cinq ans qui se terminera le 31 décembre 2016.

Établir pour l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC) global, cette cible est de 2 %, soit le point médian d'une fourchette dont les limites sont fixées à 1 et à 3 %.

L'instrument de politique monétaire

- La Banque mène la politique monétaire en modifiant le taux cible du financement à un jour<sup>2</sup>. Ces modifications se trans-

mettent à l'économie par l'influence qu'elles exercent sur les taux d'intérêt du marché, sur les prix des actifs nationaux et sur le taux de change, dont l'évolution se répercute à son tour sur la demande globale de biens et de services canadiens. L'équilibre entre cette demande et la capacité de production de l'économie constitue, à terme, le principal déterminant des pressions inflationnistes au sein de l'économie.

- Il faut un certain temps — entre six et huit trimestres, habituellement — pour que les effets des interventions en matière de politique monétaire se propagent dans l'économie et se fassent sentir pleinement sur l'inflation. C'est pourquoi la politique monétaire doit avoir une orientation prospective.
- Conformément à son engagement d'assurer des communications claires et transparentes, la Banque présente régulièrement son point de vue sur les forces à l'œuvre au sein de l'IPC global, elle ne se substitue pas à celle-ci.

Le suivi de l'inflation

- Une bonne part des variations que connaît l'IPC global à court terme est attribuable aux fluctuations des prix de composantes volatiles, comme les fruits et l'essence, et aux modifications des impôts indirects. C'est pour cette raison que la Banque suit de près, outre l'IPC global, un ensemble de mesures de l'inflation « fondamentale », et en particulier un indice appelé IPCX qui exclut huit des composantes les plus volatiles de l'IPC global ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes. Ces mesures lui permettent de faire abstraction des variations temporaires des prix et de se concentrer sur la tendance sous-jacente de l'inflation. L'inflation fondamentale sert de guide à la conduite de la politique monétaire pour faciliter l'atteinte de la cible fixée pour l'inflation mesurée par l'IPC global.

Le régime de ciblage de l'inflation est symétrique et flexible

L'économie et sur leurs implications pour l'inflation. La rédaction du Rapport sur la politique monétaire constitue un élément important de cette démarche. Les décisions de la Banque en matière de politique monétaire sont normalement annoncées à huit dates préétablies au cours de l'année et les résultats de l'actualisation de sa projection, y compris les risques qui l'entourent, font l'objet d'une analyse complète publiée quatre fois par an dans le Rapport.

Le Rapport sur la politique monétaire de la Banque du Canada peut être consulté dans le site Web de la Banque.

à l'adresse [banqueducanada.ca](http://banqueducanada.ca).

Pour de plus amples renseignements,

veuillez communiquer avec le :

Service d'information publique

Département des Communications

Banque du Canada

234, rue Wellington

Ottawa (Ontario) K1A 0G9

ISSN 1201-8783 (version papier)

ISSN 1490-1242 (Internet)

© Banque du Canada 2013

Téléphone : 613 782-8111;

1 800 303-1282 (sans frais en Amérique du Nord)

Courriel : [info@banqueducanada.ca](mailto:info@banqueducanada.ca)

Site Web : [banqueducanada.ca](http://banqueducanada.ca)



# Rapport sur la politique monétaire

Avril 2013



# Monetary Policy Report Summary

---

April 2013

*This text is a commentary of the Governing Council of the Bank of Canada.*

---

## Highlights

- Global economic activity is expected to grow modestly in 2013 before strengthening in 2014 and 2015.
  - Following a weak second half of 2012, growth in Canada is projected to regain some momentum through 2013. The economy is expected to reach full capacity in mid-2015, later than previously anticipated.
  - The Bank projects that the Canadian economy will grow by 1.5 per cent in 2013, 2.8 per cent in 2014 and 2.7 per cent in 2015.
  - Both total and core inflation are expected to remain subdued in coming quarters before gradually rising to 2 per cent by mid-2015.
  - On 6 March and 17 April, the Bank maintained the target for the overnight rate at 1 per cent.
- 

Global economic growth has evolved broadly as anticipated in January. In the United States, the economic expansion is continuing at a modest pace, with gradually strengthening private demand partly offset by accelerated fiscal consolidation. Significant policy stimulus has been introduced in Japan. Europe, in contrast, remains in recession, with economic activity constrained by fiscal austerity, low confidence and tight credit conditions. After picking up to very strong rates in the second half of 2012, growth in China has eased. Commodity prices received by Canadian producers remain elevated by historical standards and, overall, they are little changed since January. The Bank expects global economic activity to grow modestly in 2013 before strengthening over the following two years.

Following a weak second half of 2012, growth in Canada is projected to regain some momentum through 2013 as net exports pick up and business investment returns to more solid growth. Consumer spending is expected to grow at a moderate pace over the projection horizon, while residential investment declines further from historically high levels. Growth in total household credit has slowed and the Bank continues to expect that the household debt-to-income ratio will stabilize near current levels. Despite the projected recovery in exports, they are likely to remain below their pre-recession peak until the second half of 2014 owing to restrained foreign demand and ongoing competitiveness challenges, including the persistent strength of the Canadian dollar.

On a quarterly basis, growth in Canada is expected to pick up to about 2.5 per cent in the second half of this year. Despite this expected pickup, with the weak growth in the second half of 2012, annual average growth is now projected to be 1.5 per cent in 2013. The economy is then projected to grow by 2.8 per cent in 2014 and 2.7 per cent in 2015, reaching full capacity in mid-2015 – later than anticipated in January.



Total CPI and core inflation have remained low in recent months, broadly in line with expectations in January. Muted core inflation reflects material excess supply in the economy, heightened competitive pressures in the retail sector, and some special factors such as slower increases in regulated prices and the pass-through of previous declines in agricultural prices to consumer prices. Total CPI inflation has been restrained by low core inflation and declining mortgage interest costs, with some offset from higher gasoline prices.

Both total and core inflation are expected to remain subdued in coming quarters before gradually rising to 2 per cent by mid-2015 as the economy returns to full capacity, the special factors that are weighing on core inflation subside, and inflation expectations remain well-anchored.

The inflation outlook in Canada is subject to upside and downside risks, which are similar to those identified in January.

The three main upside risks relate to the possibility of stronger-than-expected growth in the U.S. and global economies, a sharper-than-expected rebound in Canadian exports, and renewed momentum in Canadian residential investment.

The three main downside risks relate to the European crisis, more protracted weakness in business investment and exports in Canada, and the possibility that growth in Canadian household spending could be weaker.

Overall, the Bank judges that the risks to the inflation outlook in Canada are roughly balanced over the projection horizon.

Reflecting all of these factors, on 17 April, the Bank decided to maintain the target for the overnight rate at 1 per cent. With continued slack in the Canadian economy, the muted outlook for inflation, and the constructive evolution of imbalances in the household sector, the considerable monetary policy stimulus currently in place will likely remain appropriate for a period of time, after which some modest withdrawal will likely be required, consistent with achieving the 2 per cent inflation target.

#### Projection for global economic growth

	Share of real global GDP <sup>a</sup> (per cent)	Projected growth <sup>b</sup> (per cent)			
		2012	2013	2014	2015
United States	19	2.2 (2.3)	2.0 (2.1)	3.1 (3.1)	3.3
Euro area	14	-0.5 (-0.4)	-0.6 (-0.3)	0.8 (0.8)	1.4
Japan	6	2.0 (2.0)	1.4 (1.0)	1.6 (1.2)	1.4
China	14	7.8 (7.8)	7.7 (7.8)	7.6 (7.7)	7.7
Rest of the world	47	3.1 (3.1)	3.2 (3.0)	3.7 (3.5)	3.9
World	100	3.0 (3.0)	3.0 (2.9)	3.6 (3.5)	3.8

a. GDP shares are based on International Monetary Fund (IMF) estimates of the purchasing-power-parity (PPP) valuation of country GDPs for 2011.

Source: IMF, *World Economic Outlook*, October 2012

b. Numbers in parentheses are projections used for the January 2013 *Monetary Policy Report*.

Source: Bank of Canada

## Summary of the base-case projection for Canada<sup>a</sup>

	2012	2013				2014				2015			
	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Real GDP (quarter-over-quarter percentage change at annual rates)	0.6 (1.0)	1.5 (2.3)	1.8 (2.7)	2.3 (2.9)	2.8 (2.9)	3.0 (2.8)	3.0 (2.8)	3.0 (2.5)	2.8 (2.3)	2.8	2.5	2.3	2.1
Real GDP (year-over-year percentage change)	1.1 (1.2)	1.2 (1.4)	1.2 (1.6)	1.6 (2.2)	2.1 (2.7)	2.5 (2.8)	2.8 (2.8)	2.9 (2.7)	2.9 (2.6)	2.9	2.8	2.6	2.4
Core inflation (year-over-year percentage change)	1.2 (1.3)	1.3 (1.4)	1.2 (1.4)	1.4 (1.7)	1.7 (1.9)	1.7 (1.9)	1.8 (1.9)	1.9 (2.0)	1.9 (2.0)	1.9	2.0	2.0	2.0
Total CPI (year-over-year percentage change)	1.0 (1.1)	0.9 (0.9)	1.0 (1.1)	1.2 (1.5)	1.6 (1.8)	1.6 (1.8)	1.7 (1.9)	1.9 (2.0)	1.9 (2.0)	1.9	2.0	2.0	2.0
Total CPI excluding the effect of the HST and changes in other indirect taxes (year-over-year percentage change)	0.8 (1.0)	0.9 (0.9)	1.1 (1.2)	1.3 (1.6)	1.7 (1.9)	1.7 (1.9)	1.7 (1.9)	1.9 (2.0)	1.9 (2.0)	1.9	2.0	2.0	2.0
WTI <sup>b</sup> (level)	88 (88)	94 (94)	94 (95)	95 (95)	94 (95)	93 (94)	92 (93)	91 (92)	90 (92)	90	89	88	88
Brent <sup>b</sup> (level)	110 (110)	113 (111)	106 (109)	106 (108)	104 (106)	103 (104)	102 (103)	101 (102)	100 (101)	99	98	97	96

a. Figures in parentheses are from the base-case projection in the January 2013 *Monetary Policy Report*.

b. Assumptions for the prices of West Texas Intermediate and Brent crude oil (US\$ per barrel) are based on an average of futures contracts over the two weeks ending 12 April 2013.

The Bank of Canada's *Monetary Policy Report* is published quarterly in January, April, July and October.

©2013 Bank of Canada ISSN 1924-1089 (Print) ISSN 1925-3168 (Online)





## Projection relative à la croissance de l'économie mondiale

Part du PIB mondial réel <sup>a</sup> (en pourcentage)	Croissance projetée <sup>b</sup> (en pourcentage)				
	2012	2013	2014	2015	
Etats-Unis	19	2,2 (2,3)	2,0 (2,1)	3,1 (3,1)	3,3
Zone euro	14	-0,5 (-0,4)	-0,6 (-0,3)	0,8 (0,8)	1,4
Japon	6	2,0 (2,0)	1,4 (1,0)	1,6 (1,2)	1,4
Chine	14	7,8 (7,8)	7,7 (7,8)	7,6 (7,7)	7,7
Autres pays	47	3,1 (3,1)	3,2 (3,0)	3,7 (3,5)	3,9
Ensemble du monde	100	3,0 (3,0)	3,0 (2,9)	3,6 (3,5)	3,8

a. La part de chaque pays ou groupe de pays est calculée d'après les estimations du FMI des PIB mesurés en parité des pouvoirs d'achat pour 2011.

Sources : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*, octobre 2012

b. Les chiffres entre parenthèses correspondent aux projections présentées dans la livraison de janvier 2013 du *Rapport sur la politique monétaire*.

Source : Banque du Canada

Résumé des projections relatives à l'économie canadienne selon le scénario de référence<sup>a</sup>

	2012				2013				2014				2015			
	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3
PIB réel (taux de variation trimestriel annualisé)	0,6	1,5	(2,3)	(2,7)	2,3	(2,9)	(2,8)	(2,8)	3,0	3,0	(2,8)	(2,5)	2,8	2,8	2,5	2,3
PIB réel (taux de variation en glissement annuel)	1,1	1,2	(1,6)	(2,2)	1,6	(2,2)	(2,7)	(2,8)	2,5	2,8	(2,8)	(2,7)	2,9	2,9	2,8	2,4
Indice de référence (taux de variation en glissement annuel)	1,2	1,3	(1,4)	(1,7)	1,4	(1,7)	(1,9)	(1,9)	1,7	1,8	(1,9)	(2,0)	1,9	1,9	2,0	2,0
IPC global (taux de variation en glissement annuel)	1,0	0,9	(0,9)	(1,1)	1,0	(1,1)	(1,5)	(1,8)	1,6	1,7	(1,9)	(2,0)	1,9	1,9	2,0	2,0
IPC global hors effet de la TVH et des modifications d'autres impôts indirects (taux de variation en glissement annuel)	0,8	0,9	(0,9)	(1,2)	1,1	(1,3)	(1,7)	(1,9)	1,7	1,7	(1,9)	(2,0)	1,9	1,9	2,0	2,0
WTI <sup>b</sup> (niveau)	88	94	(94)	(95)	94	(95)	(95)	(94)	93	92	(93)	(92)	91	90	89	88
Brent <sup>b</sup> (niveau)	110	113	(111)	(109)	106	(108)	(106)	(104)	103	102	(103)	(102)	101	100	99	97

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario de référence présenté dans la livraison de janvier 2013 du *Rapport sur la politique monétaire*.

b. Les hypothèses relatives aux cours des pétroles bruts West Texas Intermédiaire et Brent (en \$ E.-U. le baril) se fondent sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines terminée le 12 avril 2013.



Sur une base trimestrielle, la croissance devrait se redresser au Canada pour se chiffrer à environ 2,5 % au second semestre de 2013. Malgré ce redressement attendu, étant donné la faiblesse enregistrée au deuxième semestre de 2012, la Banque prévoit maintenant que la croissance s'établira à 1,5 % en moyenne annuelle en 2013. L'économie devrait ensuite progresser de 2,8 % en 2014 et de 2,7 % en 2015 et atteindre son plein potentiel au milieu de 2015, soit plus tard que prévu en janvier.

L'inflation mesurée par l'IPC global et par l'indice de référence est restée à un bas niveau ces derniers mois, ce qui est en gros conforme aux attentes formulées en janvier. Le faible rythme d'accroissement de l'indice de référence reflète l'offre excédentaire notable au sein de l'économie, les pressions concurrentielles accrues chez les détaillants et certains facteurs spécifiques, notamment une progression plus lente des prix réglementés et l'incidence des diminutions passées des prix agricoles sur les prix à la consommation. L'inflation mesurée par l'IPC global a été limitée par le bas niveau de l'inflation mesurée par l'indice de référence et par la baisse des coûts d'intérêt hypothécaire, qui ont été en partie compensés par le renchérissement de l'essence.

L'inflation mesurée par l'IPC global et l'inflation mesurée par l'indice de référence devraient demeurer modérées au cours des prochains trimestres avant de remonter graduellement à 2 % d'ici le milieu de 2015, alors que l'économie retourne à son plein potentiel, que les facteurs spécifiques qui freinent l'accroissement de l'indice de référence se dissipent et que les attentes d'inflation restent bien ancrées.

Des risques à la hausse et à la baisse semblables à ceux énoncés en janvier pèsent sur les perspectives d'inflation au Canada.

Les trois principaux risques à la hausse ont trait à la possibilité que la croissance de l'économie aux États-Unis et dans le reste du monde soit plus forte qu'escompté, que la reprise des exportations canadiennes soit plus vive qu'anticipé et que l'investissement résidentiel au Canada affiche un dynamisme renouvelé.

Les trois principaux risques à la baisse sont liés à la crise européenne, à une faiblesse prolongée des investissements des entreprises et des exportations canadiennes, et à la possibilité que la progression des dépenses des ménages canadiens soit plus faible.

Dans l'ensemble, la Banque estime que les risques qui pèsent sur les perspectives d'évolution de l'inflation au Canada sont relativement équilibrés au cours de la période de projection.

Compte tenu de tous ces facteurs, le 17 avril, la Banque a décidé de maintenir le taux cible du financement à un jour à 1 %. Comme l'économie canadienne continue d'afficher des capacités inutilisées, que les perspectives en matière d'inflation sont modérées et que l'évolution des déséquilibres dans le secteur des ménages est constructive, la détente monétaire considérable en place actuellement demeurera probablement appropriée pendant un certain temps, après quoi une réduction modeste sera probablement nécessaire, de façon à atteindre la cible d'inflation de 2 %.

# Rapport sur la politique monétaire

## Sommaire

Avril 2013

*Le présent commentaire émane du Conseil de direction de la Banque du Canada.*

### Faits saillants

- Le rythme de progression de l'économie mondiale devrait être modeste en 2013 avant de se raffermir en 2014 et en 2015.
- Après la faiblesse affichée au second semestre de 2012, la croissance économique au Canada devrait reprendre de la vigueur tout au long de 2013. L'économie devrait atteindre son plein potentiel au milieu de 2015, soit plus tard qu'anticipé précédemment.
- La Banque prévoit que l'économie canadienne croîtra de 1,5 % en 2013, de 2,8 % en 2014 et de 2,7 % en 2015.
- L'inflation mesurée par l'IPC global et l'inflation mesurée par l'indice de référence devraient demeurer modérées au cours des prochains trimestres avant de remonter graduellement à 2 % d'ici le milieu de 2015.
- Le 6 mars et le 17 avril, la Banque a maintenu le taux cible du financement à un jour à 1 %.

La croissance de l'économie mondiale a évolué essentiellement comme la Banque l'avait prévu en janvier. Aux États-Unis, l'expansion se poursuit à un rythme modeste, le renforcement graduel de la demande privée étant contrebalancé en partie par l'accélération de l'assainissement budgétaire. Les autorités ont procédé à un important assouplissement des politiques au Japon. Par contre, l'Europe demeure en récession, l'activité économique étant bridée par l'austérité budgétaire, le bas niveau de la confiance et les conditions du crédit restrictives. Après s'être redressée pour s'établir à un rythme très vigoureux au second semestre de 2012, la croissance a ralenti en Chine. Les prix des produits de base touchés par les producteurs canadiens restent à des niveaux historiquement élevés et ont, dans l'ensemble, peu varié depuis janvier. La Banque prévoit que le rythme de progression de l'économie mondiale sera modeste en 2013, avant de s'accroître au cours des deux années suivantes.

Après la faiblesse affichée au second semestre de 2012, la croissance économique au Canada devrait reprendre de la vigueur tout au long de 2013 à la faveur d'un redressement des exportations nettes et d'un retour à un rythme d'expansion plus solide des investissements des entreprises. Les dépenses de consommation devraient progresser à une cadence modérée au cours de la période de projection, alors que l'investissement résidentiel devrait diminuer encore par rapport aux niveaux historiquement élevés atteints précédemment. La croissance de l'ensemble des crédits aux ménages a ralenti, et la Banque continue de s'attendre à ce que le ratio de la dette au revenu des ménages se stabilise près des niveaux actuels. Malgré la reprise projetée des exportations, celles-ci resteront probablement en deçà de leur sommet d'avant la récession jusqu'au second semestre de 2014, en raison de la demande étrangère contenue et des défis qui subsistent sur le plan de la compétitivité, y compris la vigueur persistante du dollar canadien.



BANK OF CANADA  
BANQUE DU CANADA

Gouvernement  
Publication

CA1  
FN 73  
M56

# Monetary Policy Report

July 2013



# Canada's Inflation-Control Strategy<sup>1</sup>

## Inflation targeting and the economy

- The Bank's mandate is to conduct monetary policy to promote the economic and financial well-being of Canadians.
- Canada's experience with inflation targeting since 1991 has shown that the best way to foster confidence in the value of money and to contribute to sustained economic growth, employment gains and improved living standards is by keeping inflation low, stable and predictable.
- In 2011, the Government and the Bank of Canada renewed Canada's inflation-control target for a further five-year period, ending 31 December 2016. The target, as measured by the total consumer price index (CPI), remains at the 2 per cent midpoint of the control range of 1 to 3 per cent.

## The monetary policy instrument

- The Bank carries out monetary policy through changes in the target overnight rate of interest.<sup>2</sup> These changes are transmitted to the economy through their influence on market interest rates, domestic asset prices and the exchange rate, which affect total demand for Canadian goods and services. The balance between this demand and the economy's production capacity is, over time, the primary determinant of inflation pressures in the economy.
- Monetary policy actions take time—usually from six to eight quarters—to work their way through the economy and have their full effect on inflation. For this reason, monetary policy must be forward looking.
- Consistent with its commitment to clear, transparent communications, the Bank regularly reports its perspective on the forces at work on the economy and their

implications for inflation. The *Monetary Policy Report* is a key element of this approach. Policy decisions are typically announced on eight pre-set days during the year, and full updates of the Bank's outlook, including risks to the projection, are published four times per year in the *Monetary Policy Report*.

## Inflation targeting is *symmetric* and *flexible*

- Canada's inflation-targeting approach is *symmetric*, which means that the Bank is equally concerned about inflation rising above or falling below the 2 per cent target.
- Canada's inflation-targeting framework is *flexible*. Typically, the Bank seeks to return inflation to target over a horizon of six to eight quarters. However, the most appropriate horizon for returning inflation to target will vary depending on the nature and persistence of the shocks buffeting the economy.

## Monitoring inflation

- In the short run, a good deal of movement in the CPI is caused by fluctuations in the prices of certain volatile components (e.g., fruit and gasoline) and by changes in indirect taxes. For this reason, the Bank also monitors a set of "core" inflation measures, most importantly the CPIX, which strips out eight of the most volatile CPI components and the effect of indirect taxes on the remaining components. These "core" measures allow the Bank to "look through" temporary price movements and focus on the underlying trend of inflation. In this sense, core inflation is monitored as an *operational guide* to help the Bank achieve the total CPI inflation target. It is not a replacement for it.

<sup>1</sup> See *Joint Statement of the Government of Canada and the Bank of Canada on the Renewal of the Inflation-Control Target* (8 November 2011) and *Renewal of the Inflation-Control Target: Background Information—November 2011*, which are both available on the Bank's website.

<sup>2</sup> When interest rates are at the zero lower bound, additional monetary easing to achieve the inflation target can be provided through three unconventional instruments: (i) a *conditional* statement on the future path of the policy rate; (ii) quantitative easing; and (iii) credit easing. These instruments and the principles guiding their use are described in the Annex to the April 2009 *Monetary Policy Report*.

The *Monetary Policy Report* is available on the Bank of Canada's website at [bankofcanada.ca](http://bankofcanada.ca).

### For further information, contact:

Public Information  
Communications Department  
Bank of Canada  
234 Wellington Street  
Ottawa, Ontario K1A 0G9

Telephone: 613 782-8111;  
1 800 303-1282 (toll free in North America)  
Email: [info@bankofcanada.ca](mailto:info@bankofcanada.ca); Website: [bankofcanada.ca](http://bankofcanada.ca)

ISSN 1201-8783 (Print)  
ISSN 1490-1234 (Online)  
© Bank of Canada 2013



BANK OF CANADA  
BANQUE DU CANADA



# Monetary Policy Report

---

July 2013

This is a report of the Governing Council of the Bank of Canada:  
Stephen S. Poloz, Tiff Macklem, John Murray, Timothy Lane, Agathe Côté and Lawrence Schembri.

---



---

“The sequence we can anticipate is the following:  
foreign demand will build; our exports will strengthen  
further; confidence will improve; existing companies  
will expand; companies will invest to increase  
capacity; and new ones will be created .... Right now,  
what we need most is stability and patience.”

—Stephen S. Poloz

*Governor, Bank of Canada  
Burlington, Ontario  
19 June 2013*

---

# Contents

---

<b>Global Economy</b> .....	1
Global Financial Conditions .....	3
United States .....	4
Euro Area .....	6
Japan .....	8
Emerging-Market Economies .....	8
Commodity Prices .....	9
Implications for the Canadian Economy .....	11
Canadian Dollar .....	12
<b>Canadian Economy</b> .....	13
Financial Conditions .....	14
Estimated Pressures on Capacity .....	16
Box 1: The Near-Term Economic Effects of the Recent Flooding in Southern Alberta and the Quebec Construction Strike .....	18
The Real Economy .....	19
Box 2: The Capacity of Canadian Exporters to Respond to Rising Foreign Demand .....	22
Inflation .....	26
Box 3: Special Factors Behind the Recent Weakness in Core Inflation .....	27
<b>Risks to the Outlook</b> .....	30

---



# Global Economy

Global economic growth remains modest, although the pace of economic activity varies significantly across the major economies. The U.S. economic expansion is proceeding at a moderate pace, with the continued strengthening in private demand being partly offset by the impact of fiscal consolidation. In Japan, fiscal and monetary stimulus is contributing to a rapid recovery in economic growth. In contrast, economic activity in the euro area remains weak, owing to fiscal austerity, fragmented access to credit and low confidence. While stronger than in the advanced economies, real GDP growth in China and other emerging-market economies has slowed, exerting downward pressure on global commodity prices.

Global financial conditions remain very supportive, despite an increase in bond yields and a more recent pullback from some risky assets. Considerable monetary policy stimulus remains in place in the United States and other advanced economies in response to continuing large excess supply gaps and persistent disinflationary pressures (**Chart 1** and **Chart 2**).

The global economy is expected to grow at a rate of 2.8 per cent in 2013, before picking up to 3.5 per cent in 2014 and 3.7 per cent in 2015 (**Table 1**). The Bank's projection is somewhat weaker than in the April *Monetary Policy Report*, owing primarily to a downward revision to real GDP growth in China and other emerging-market economies.

◀ *Global economic growth remains modest*

◀ *Considerable monetary policy stimulus remains in place*

**Table 1: Projection for global economic growth**

	Share of real global GDP <sup>a</sup> (per cent)	Projected growth <sup>b</sup> (per cent)			
		2012	2013	2014	2015
United States	19	2.2 (2.2)	1.7 (2.0)	3.1 (3.1)	3.2 (3.3)
Euro area	14	-0.5 (-0.5)	-0.8 (-0.6)	0.8 (0.8)	1.3 (1.4)
Japan	6	1.9 (2.0)	1.9 (1.4)	1.3 (1.6)	1.2 (1.4)
China	15	7.8 (7.8)	7.4 (7.7)	7.3 (7.6)	7.5 (7.7)
Rest of the world	47	3.1 (3.1)	2.9 (3.2)	3.6 (3.7)	3.8 (3.9)
World	100	3.0 (3.0)	2.8 (3.0)	3.5 (3.6)	3.7 (3.8)

a. GDP shares are based on International Monetary Fund (IMF) estimates of the purchasing-power-parity (PPP) valuation of country GDPs for 2012. The individual shares may not add up to 100 owing to rounding.

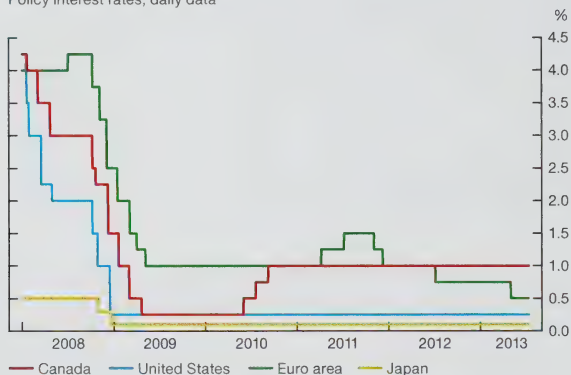
Source: IMF, *World Economic Outlook*, April 2013

b. Numbers in parentheses are projections used for the April 2013 *Monetary Policy Report*.

Source: Bank of Canada

**Chart 1: Policy interest rates are at historically low levels in advanced economies**

Policy interest rates, daily data



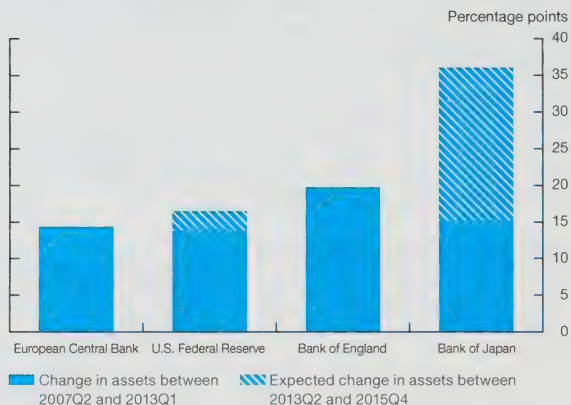
Note: On 5 October 2010, the Bank of Japan changed the target for its policy rate from 0.1 per cent to a range of 0.0 to 0.1 per cent. The U.S. Federal Reserve has been maintaining a target range for its policy rate of 0.0 to 0.25 per cent since 16 December 2008.

Sources: Bank of Canada, U.S. Federal Reserve, European Central Bank and Bank of Japan

Last observation: 12 July 2013

**Chart 2: Some central banks have committed to providing additional substantial unconventional monetary easing**

Change in central bank assets relative to GDP



Note: The expected increase in the assets of the U.S. Federal Reserve is based on an average of private sector forecasts, assuming no change in the total stock of assets after the end of the current asset-purchase program. For the Bank of Japan, the expected change in assets is based on the most recent policy announcement. There is no planned expansion of asset purchases by the European Central Bank or the Bank of England between 2013Q2 and 2015Q4.

Sources: European Central Bank, Eurostat; U.S. Federal Reserve, U.S. Bureau of Economic Analysis; Bank of England, U.K. Office for National Statistics; Bank of Japan, Cabinet Office of Japan; and Bank of Canada calculations

Last observation: 2013Q1



# Global Financial Conditions

Global financial conditions continue to be very supportive. Although yields on most government bonds have risen sharply in recent months, they are still quite low by historical standards (Chart 3). As the global recovery, led by the United States, proceeds and downside risks recede, a normalization of interest rates will be both necessary and desirable. As this process unfolds, some short-term volatility and temporary overshooting are to be expected.

Yields on higher-rated U.S. corporate bonds have moved up in tandem with government bond yields, but remain close to historical lows. Some other U.S. assets, including real estate investment trusts, high-yield corporate debt and municipal bonds, have registered larger declines in prices. Yield spreads on euro-area peripheral sovereign bonds have also widened in recent weeks.<sup>1</sup>

Equity prices are at historically high levels in many advanced economies (Chart 4). Shifts in investor confidence regarding the implementation by the Japanese authorities of a three-pronged reform program have contributed to recent volatility in the Nikkei. Nevertheless, the index is still around 60 per cent higher than in November 2012, when expectations of aggressive stimulus policies first took hold.<sup>2</sup>

Emerging-market economies have experienced increased capital outflows in response to weakening domestic growth prospects and higher interest rates in advanced economies. As a result, bond yields in emerging markets have risen, equity prices have fallen and currencies have depreciated, despite interventions by many central banks.

◀ *Global financial conditions continue to be very supportive*

◀ *Emerging-market economies have experienced increased capital outflows*

**Chart 3: Long-term yields on major government bonds have risen sharply recently, but are still quite low**

Yields to maturity on 10-year sovereign bonds, daily data



Source: Reuters

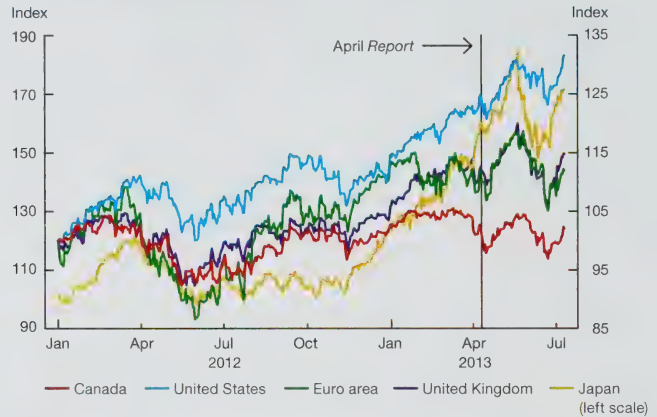
Last observation: 12 July 2013

1 Yield spreads on Portugal's sovereign bonds have recently increased markedly, owing to political uncertainty in that country. In light of Greece's difficulties in meeting the terms of its financing program, yield spreads on its sovereign bonds have also widened lately, but remain lower than the levels recorded at the beginning of the year.

2 In a speech in November 2012, one month before his election as Japan's prime minister, Shinzō Abe called for aggressive monetary policy easing and increased public spending to boost economic growth and fight deflation. Although these policies were not implemented until 2013, the November comments induced a change of sentiment in financial markets.

**Chart 4: Equity prices are at historically high levels**

Index: 3 January 2012 = 100, daily data



Source: Bloomberg

Last observation: 12 July 2013

## United States

*The U.S. economic expansion is projected to become more firmly entrenched*

The U.S. economic expansion is projected to become more firmly entrenched as the effects of fiscal consolidation and household deleveraging gradually dissipate. Highly accommodative monetary policy continues to play a key role in supporting the recovery.

Growth in U.S. real GDP picked up to 1.8 per cent in the first quarter, underpinned by a moderate increase in consumer spending and continued robust momentum in residential construction. Economic growth is estimated to have remained modest in the second quarter, but is expected to strengthen gradually through to mid-2014 and stabilize around 3¼ per cent thereafter.

Fiscal consolidation continues to weigh heavily on U.S. GDP growth (Chart 5). As noted in the Bank's April Report, fiscal drag is expected to be 1.8 percentage points in 2013, 0.8 percentage points in 2014 and zero in 2015.<sup>3</sup>

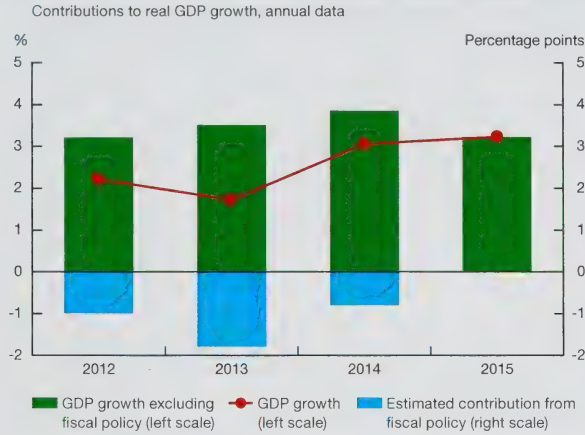
In contrast, monetary policy is projected to remain highly accommodative. The U.S. Federal Reserve has indicated that it may slow the pace of asset purchases later this year and end purchases around mid-year 2014, provided that the outlook for economic activity and the labour market improves, as it anticipates. However, since the unemployment rate is expected to remain elevated and inflation pressures subdued, most members of the Federal Open Market Committee do not expect the first increase in the policy interest rate to occur until 2015.

*Consumption is projected to grow at a more solid pace*

Growth in consumer spending is estimated to have been modest in the second quarter of 2013 as households adjusted to previously enacted tax increases. Thereafter, consumption is projected to grow at a more solid pace, supported by further gains in employment and wages, easier access to credit, improving confidence, and the significant boost to household net

<sup>3</sup> A number of near-term fiscal issues still need to be resolved. For example, the debt ceiling (the limit imposed by the U.S. Congress on the amount of debt the country can carry at any given time) was reached on 19 May 2013. The U.S. Treasury has introduced extraordinary measures that will allow it to continue to honour its financial obligations until October or November, according to estimates by the Congressional Budget Office. The Bank's projection assumes that an agreement will be reached and disruptions to U.S. government activities will be minimal.

**Chart 5: Fiscal consolidation continues to reduce U.S. GDP growth**



Note: The contribution of fiscal policy to growth includes both direct government expenditures and the indirect effects on other components of aggregate demand.

Sources: U.S. Bureau of Economic Analysis and Bank of Canada calculations and projections

**Chart 6: U.S. households have made considerable progress toward repairing their financial position**



Note: U.S. household debt calculations include the unincorporated business sector.

Sources: U.S. Federal Reserve and U.S. Bureau of Economic Analysis

Last observation: 2013Q1

worth from higher equity and house prices (Chart 6). Housing activity has been expanding at a rapid pace for several quarters, albeit from extremely low levels, and should continue to do so, supported by the same favourable fundamentals noted above and a rebound in household formation. The positive feedback loop between the recovery in housing activity and consumption growth is expected to persist over the projection horizon. Given this dynamic and the considerable degree of household deleveraging that has already taken place, there is a risk that consumption and housing activity could surprise on the upside. If this were to occur, it would have a positive impact on business confidence and investment.

**Chart 7: The profitability of U.S. corporations is strong**

Corporate profits as a share of GDP, quarterly data



Sources: U.S. Federal Reserve and Bank of Canada calculations

Last observation: 2013Q1

*Growth in U.S. business investment is projected to rebound*



Excess capacity, together with uncertainty about future demand, has weighed on investment spending in recent quarters. Growth in business investment is projected to rebound, however, as confidence recovers and overall demand conditions continue to improve. The existing low cost of capital and strong financial position of corporations will provide further support (Chart 7). Rapid growth in the U.S. energy sector continues to drive spending on infrastructure, and the resultant lower energy prices will stimulate U.S. economic activity.

*Excess supply in labour and product markets is putting downward pressure on U.S. inflation*



Exports are projected to make an increasing contribution to U.S. economic growth, buoyed by a firming in foreign demand. Non-oil imports are also expected to rise in line with stronger domestic demand, while overseas oil imports will continue to be displaced by growing domestic production.

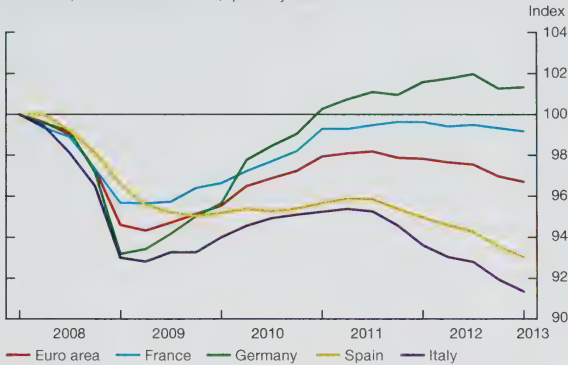
Ongoing excess supply in labour and product markets is putting downward pressure on U.S. inflation. Year-over-year growth in the price index for core personal consumption expenditures has slowed to 1.1 per cent in recent months, a record low. Over the projection horizon, U.S. inflation is expected to rise toward the 2 per cent inflation target as excess supply gradually diminishes.

## Euro Area

In the euro area, real GDP fell by 1.1 per cent in the first quarter of 2013, owing largely to weak investment. Growth turned slightly positive in Germany but was negative in most other countries, owing to fiscal austerity, tight credit conditions, extremely high unemployment and low confidence (Chart 8). In light of the persistent weakness in economic conditions and subdued inflation, the European Central Bank reduced its policy rate by 25 basis points in May and later provided guidance that it would keep the rate low for an extended period. Financial fragmentation continues to impair the transmission of monetary policy, however, as reflected in the divergence between lending rates in the peripheral and core economies (Chart 9).

**Chart 8: Real GDP is declining in most peripheral euro-area countries**

Real GDP, index: 2008Q1 = 100, quarterly data

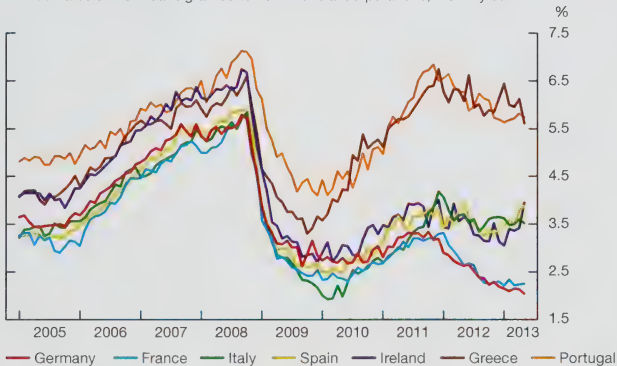


Sources: Eurostat and Bank of Canada calculations

Last observation: 2013Q1

**Chart 9: Financial fragmentation continues to impair the transmission of monetary policy in the euro area**

Interest rates on new loans granted to non-financial corporations, monthly data



Note: Data for Greece include only those loans with a maturity of up to 1 year.

Source: European Central Bank

Last observation: May 2013

The level of economic activity in the euro area is expected to stabilize this year, with a gradual recovery unfolding in 2014. In 2015, growth is anticipated to pick up somewhat, reflecting reduced drag from fiscal consolidation and some improvement in credit conditions.

The Bank's projection assumes that the crisis in the euro area will continue to be contained. However, a sustained recovery will require further progress on bank deleveraging, structural and fiscal reforms, deeper economic integration, and timely completion of the banking union.<sup>4</sup> A possible reintensification of the euro-area crisis therefore remains a significant downside risk to the Bank's projection.

☒ *The level of economic activity in the euro area is expected to stabilize this year*

<sup>4</sup> Establishing the banking union has proven to be a challenging process and is far from complete. Further steps were taken in June and July as European Union finance ministers agreed on a broad framework and the European Commission developed a proposal for a single, EU-wide bank resolution mechanism. In addition, it was agreed that the European Stability Mechanism will be allowed to directly recapitalize euro-area banks, albeit only after a bail-in of depositors and contributions from the associated national governments. While these measures still need to be legislated, if agreed to they would help to reduce the negative feedback loop between troubled banks and sovereigns.



## Japan

Japanese authorities are implementing an ambitious policy and reform program to boost the country's growth prospects and end deflation. This program is often referred to as the "Three Arrows" and consists of: (i) the adoption of a 2 per cent inflation target by the Bank of Japan and unprecedented quantitative monetary easing to achieve this goal within approximately two years; (ii) substantial fiscal stimulus in the near term, followed by fiscal consolidation starting in mid-2014; and (iii) structural reforms to promote long-term growth. Monetary and fiscal stimulus is having positive effects. Equity prices are significantly higher than in November, real longer-term interest rates on Japanese government bonds have fallen below zero, the yen has depreciated by more than 20 per cent against the U.S. dollar and confidence has increased sharply. These developments have contributed to a rapid recovery in economic activity, with real GDP growth strengthening to 4.1 per cent in the first quarter of 2013.

*Economic growth in Japan is projected to remain robust over the remainder of 2013*



Economic growth in Japan is projected to remain robust over the remainder of 2013, averaging around 3 per cent, and to moderate thereafter in the context of increases in the value-added tax. However, the recent volatility in financial conditions highlights the challenges faced by the Japanese authorities in implementing their "Three Arrows" agenda. Authorities have made it clear that, in addition to monetary policy, ambitious structural and fiscal reforms are essential for addressing issues related to Japan's aging population and elevated public debt levels.

## Emerging-Market Economies

Real GDP growth in China slowed to 7.5 per cent in the second quarter of 2013 on a year-over-year basis. The ongoing deceleration in China's economy has largely reflected weaker foreign demand and a moderation in the growth of investment spending. In addition, the authorities have recently introduced new measures to restrain both credit growth and activities in the shadow banking sector.<sup>5</sup> These measures have contributed to the recent stress in China's interbank market.

*Growth in China's real GDP is projected to ease further, to 7¼ per cent*



Growth in China's real GDP is projected to ease further, to 7¼ per cent, through to the end of 2014, as weaker growth in public infrastructure investment, excess capacity in some heavy industries and measures designed to reduce credit growth lead to a further slowing in the pace of investment. A gradual strengthening in consumption, sustained by solid labour market conditions and "consumption-friendly" structural reforms (Chart 10), should allow the growth of economic activity to stabilize at around 7½ per cent through 2015.<sup>6</sup> Net exports contribute only slightly to GDP growth over the projection period, restrained by the continued appreciation of the real effective exchange rate for the renminbi. Compared with the April Report, real GDP growth has been revised down through 2015, reflecting tighter financial conditions. Efforts to rein in credit growth, existing imbalances in the Chinese economy and challenges associated with shifting to consumption-led growth represent significant downside risks to the projection.

<sup>5</sup> The growth of credit, as measured by total social financing, is slowing but remains elevated. In addition to "traditional" bank credit, total social financing includes a range of other forms of credit, such as trust products, corporate bonds and equity financing.

<sup>6</sup> The government plans to raise household disposable income through increases in the minimum wage and improved social safety nets, such as health care and social welfare payments.

**Chart 10: Solid labour market conditions are expected to underpin consumption growth in China**

Labour demand-supply ratio, quarterly data



Note: The demand-supply ratio measures the proportion of job opportunities to job seekers reported at local employment bureaus in 100 cities in China. A ratio above (below) 1 indicates that there are more (fewer) job openings than job seekers. A ratio equal to 1 indicates an equal number of job openings and job seekers.

Source: Ministry of Human Resources and Social Security of China

Last observation: 2013Q2

Real GDP growth in other emerging-market economies (EMEs), such as Russia and India, has also slowed in recent quarters, owing to structural constraints and weak external demand. Moreover, with economic growth moderating, EMEs are particularly vulnerable to global financial turbulence. Indeed, credit conditions have tightened following outflows of capital caused by reduced prospects for domestic growth and higher interest rates in advanced economies. Apart from a few central banks, monetary authorities in a number of EMEs have lowered their policy interest rates and allowed some exchange rate depreciation, in response to the slower pace of economic growth. Macroeconomic stimulus measures, strengthening external demand and structural reforms (particularly those aimed at reducing supply bottlenecks) are expected to support a pickup in growth over the projection horizon.

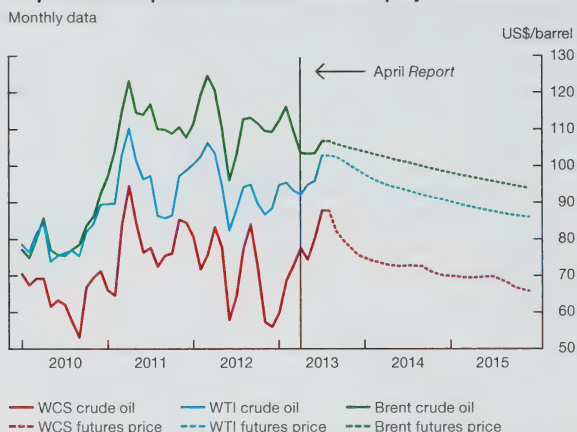
Real GDP growth in other emerging-market economies has slowed

## Commodity Prices

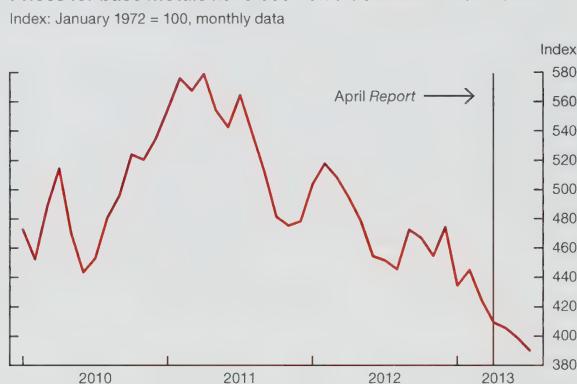
Slowing demand in China and other EMEs, combined with some retreat from risky assets, has exerted downward pressure on many commodity prices in recent months, especially base metals prices.

Global oil prices, as measured by the Brent benchmark, are up somewhat relative to the *April Report*, in response to heightened geopolitical concerns. Oil prices in North America have increased significantly, however, benefiting from improved transportation capacity and a rise in seasonal demand that have helped to reduce inventories in the U.S. Midwest. As a result, the spread between the prices for Brent and West Texas Intermediate (WTI) crude oil has narrowed to approximately US\$3, the lowest level in more than two years. The gap between WTI and Western Canada Select (WCS) has returned to a more normal level of roughly US\$15, down from an average of US\$35 in January. Natural gas prices continue to be driven by weather-related factors and have fallen by about 14 per cent.

Oil prices in North America have increased significantly, while prices of many other commodities have fallen

**Chart 11: Oil prices are expected to decline over the projection horizon**

Note: Values for July 2013 are estimates based on the average daily spot prices up to 12 July 2013. Futures prices are estimates based on an average of futures contracts over the two weeks ending 12 July 2013. Source: Bank of Canada

**Chart 12: Prices for base metals have been on a downward trend since 2011**

Note: Values for July 2013 are estimates based on the average daily spot prices up to 12 July 2013. Source: Bank of Canada Last observation: 12 July 2013

*The latest futures curves suggest that crude oil prices will decline*

The latest futures curves suggest that crude oil prices will decline by roughly 11 per cent through 2015, consistent with a rise in global production, modest growth in demand and an expected decline in the risk premium associated with tensions in the Middle East (Chart 11). The spread between Brent and WTI prices is projected to widen slightly, and the gap between WTI and WCS prices is also anticipated to increase. Natural gas prices in North America are expected to rise to around US\$4.30 per million BTU by the end of 2015, reflecting increased demand for electricity generation.

Prices for non-energy commodities have fallen by 7 per cent since the last Report. On balance, they are projected to remain unchanged through to mid-2014, before rising gradually thereafter, owing to improved global demand. In response to a temporary slowdown in U.S. residential

construction, weaker Chinese demand and a strong increase in North American production, lumber prices have plunged by about 22 per cent, erasing the gains seen since last October. Prices are expected to rise over the projection horizon, however, driven by the continued strength in U.S. residential construction. In contrast, base metals prices are expected to weaken in the near term, in response to slowing demand (especially from China), rising production and high inventories (Chart 12). Prices for base metals are then expected to rise modestly starting in mid-2014, supported by a pickup in global demand.

## Implications for the Canadian Economy

The Bank's foreign activity measure, which captures the composition of foreign demand for Canadian non-commodity exports, has reversed only about 75 per cent of the decline registered during the 2008–09 recession, mostly reflecting the improving, but still low, level of activity in the U.S. residential construction sector. Over the projection horizon, however, the measure is expected to grow at a solid pace, averaging close to 5.5 per cent per year, supported by strong increases in U.S. business and residential investment in a context of continued improvement in household and business confidence. The foreign activity measure is projected to return to its pre-recession level in early 2014.

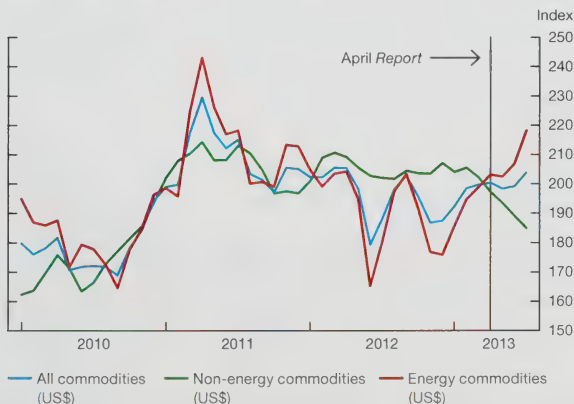
◀ *The foreign activity measure is expected to grow at a solid pace*

The Bank of Canada commodity price index (BCPI) has increased slightly since the April Report, owing to higher prices for crude oil (Chart 13). The BCPI is expected to remain relatively stable through 2015, with the effects of declining oil prices offset by a gradual rise in the prices of non-energy commodities, including lumber and, eventually, base metals. As a result, the projected profile for commodity prices is not expected to provide significant additional support to Canada's terms of trade over the projection horizon. Oil prices nevertheless remain at historically elevated levels and should support Canadian business investment in the coming years.

◀ *Overall, commodity prices are expected to remain relatively stable through 2015*

**Chart 13: Energy prices have increased recently, while prices for non-energy commodities have declined**

Bank of Canada commodity price index (rebased to January 2003 = 100), monthly data



Note: Values for July 2013 are estimates based on the average daily spot prices up to 12 July 2013.

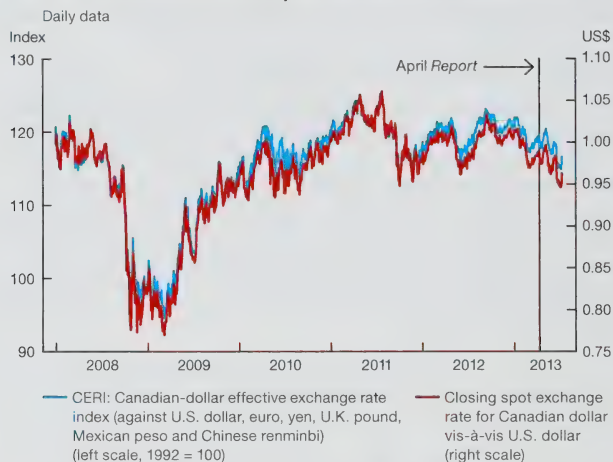
Source: Bank of Canada

Last observation: 12 July 2013

## Canadian Dollar

The Canadian dollar has averaged approximately 96 cents U.S. since the May fixed announcement date, compared with the 98 cents U.S. assumed in April (Chart 14). By convention, it is assumed to remain at its recent level of 96 cents U.S. over the projection horizon.

**Chart 14: The Canadian dollar has depreciated since the autumn of 2012**



Note: A rise in either series indicates an appreciation of the Canadian dollar.

Source: Bank of Canada

Last observation: 12 July 2013



# Canadian Economy

The Bank expects the Canadian economy to grow at a moderate pace through 2015. While growth will be choppy in the near term as a result of unusual temporary factors, underlying momentum in the economy is expected to build into 2014. After picking up sharply in the first quarter of 2013, exports are projected to continue to recover, which should boost confidence and lead to increasingly solid growth in business fixed investment (Chart 15). The economy will also be supported by continued growth in consumer spending, while further modest declines in residential investment are expected. Growth in real GDP is projected to be sufficient to absorb the current material excess capacity in the economy around mid-2015, contributing to a gradual rise in total CPI and core inflation to 2 per cent between now and then.

Relative to the *April Report*, the outlook for growth and inflation in Canada is little changed. While real GDP growth in the first quarter of 2013 was stronger than expected, the Bank foresees a somewhat more challenging external environment over the projection horizon than previously anticipated. This reflects slightly reduced expectations for global economic growth, which contributes to a lower profile for commodity prices.

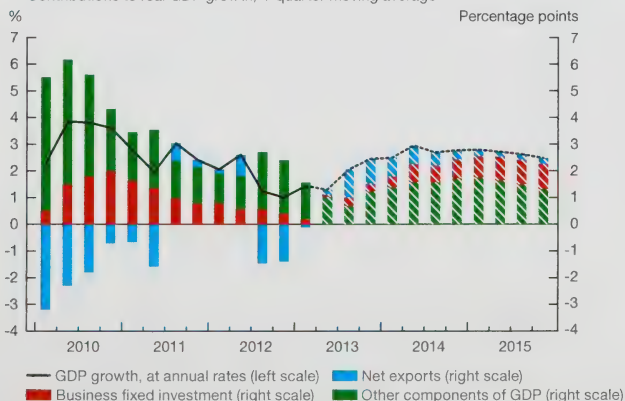
Taking into account all of the risks bearing on the outlook, the Bank views the projection to be balanced.

◀ The Bank expects the Canadian economy to grow at a moderate pace through 2015

◀ The outlook for growth and inflation in Canada is little changed

**Chart 15: Business fixed investment and net exports are expected to strengthen**

Contributions to real GDP growth; 4-quarter moving average



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

Financial conditions  
remain accommodative

## Financial Conditions

Financial conditions in Canada remain accommodative, underpinned by the considerable monetary policy stimulus currently in place (Chart 16). Nevertheless, Canadian financial markets have experienced increased volatility since the *April Report*, reflecting developments in global markets.

As in other advanced economies, yields on Canadian government bonds have risen, reversing their decline from earlier in the year (Chart 3). Yields on corporate bonds have also increased, as has the volatility in credit spreads. Still, Canadian bond yields remain low by historical standards, owing in part to strong international demand for Canadian fixed-income securities. Canadian equities have continued to underperform equities in most other advanced economies (Chart 4), largely reflecting the Canadian market's relatively high exposure to developments in commodity prices.

Despite the recent volatility in capital markets, overall credit conditions for Canadian firms remain favourable, which is reflected in the responses to the Bank's latest *Business Outlook Survey* (available on the Bank's website under Publications and Research > Periodicals > BOS Summer 2013) and *Senior Loan Officer Survey* (available on the Bank's website under Publications and Research > Periodicals > SLOS 2013Q2). Both surveys suggest that, as of mid-June, credit conditions had remained broadly unchanged since last autumn, following a period of almost uninterrupted easing since late 2009 (Chart 17).

Against this backdrop, the growth of total business credit has moderated through the first five months of 2013 to a rate close to its historical average (Chart 18). This moderation follows very rapid growth in the latter part of 2012, which was boosted by the early refinancing of debt at low interest rates. Firms' borrowing needs have remained relatively modest in recent quarters, given the weak growth of fixed investment and the relatively high cash positions of non-financial firms.

Growth in total household credit  
has continued to slow

Borrowing costs for households remain very low (Chart 16), although some banks have recently announced increases in fixed-term mortgage rates in conjunction with the general rise in market interest rates. Growth in total

**Chart 16: Borrowing costs for businesses and households remain very stimulative**

Weekly data



Note: For more information on these series, see <http://credit.bankofcanada.ca/financialconditions>.

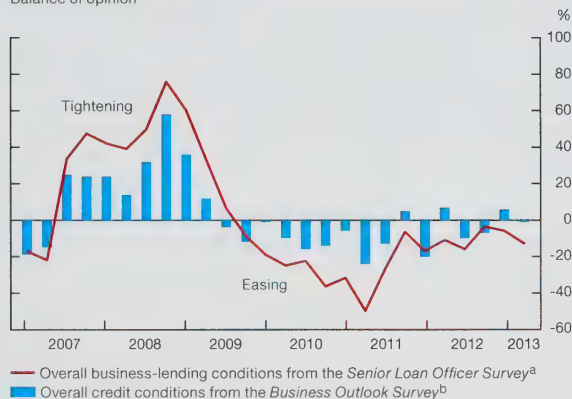
Source: Bank of Canada calculations

Last observation: 12 July 2013

household credit has continued to slow since the *April Report*, to a rate considerably below its historical average (Chart 18 and Chart 19), and the ratio of household debt to disposable income has edged lower. The cumulative effects of changes to mortgage insurance rules and the tightening of mortgage underwriting guidelines, increasing consumer appreciation of the risks associated with elevated debt levels, and reminders about the eventual normalization of interest rates have all contributed to this downward trend. Recent data revisions confirm the sustained household response to these

**Chart 17: Credit conditions for Canadian firms have changed little in recent quarters**

Balance of opinion



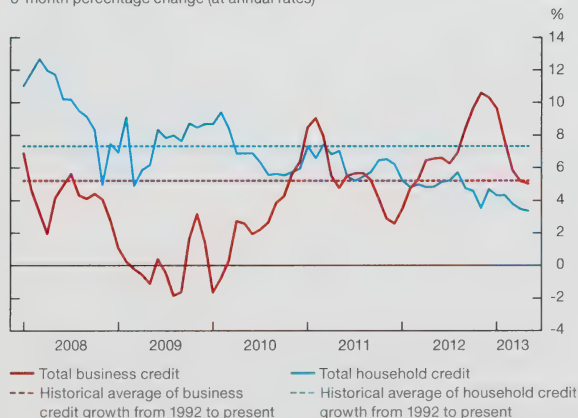
- a. Weighted percentage of surveyed financial institutions reporting tightened credit conditions minus the weighted percentage reporting eased credit conditions  
b. Percentage of firms reporting tightened credit conditions minus the percentage reporting eased credit conditions

Source: Bank of Canada

Last observation: 2013Q2

**Chart 18: The growth of business credit has slowed to its historical average, while household credit growth is well below average**

3-month percentage change (at annual rates)

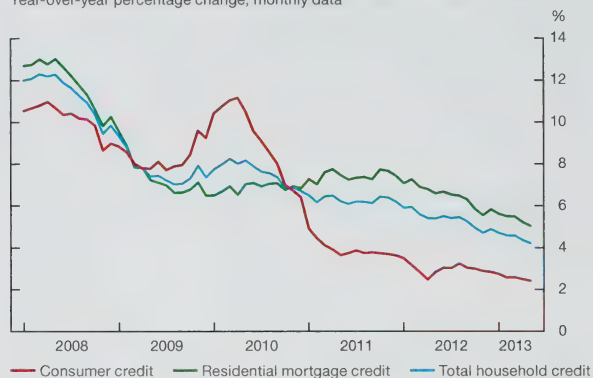


Source: Bank of Canada

Last observation: May 2013

**Chart 19: The growth of household credit has continued to trend down**

Year-over-year percentage change, monthly data



Source: Bank of Canada

Last observation: May 2013

influences over the past several quarters, with the debt-to-income ratio revised lower. The Bank expects a flat-to-lower profile for the household debt-to-disposable-income ratio over the projection horizon.

Reflecting in part the passing of transitory factors, growth in the narrow monetary aggregates has slowed from its very rapid rate in the first quarter of the year. Growth in the broad monetary aggregates has moderated as well, mainly reflecting the contribution from narrow money. The overall trend in broad money remains consistent with the Bank's inflation projection.

## Estimated Pressures on Capacity

There continues to be a material degree of slack in the Canadian economy. As expected, real GDP growth accelerated in the first quarter of 2013, following weakness throughout 2012. At 2.5 per cent (at annual rates), growth was stronger than estimated in the *April Report*, outpacing estimates of growth in the economy's production potential for the first time in six quarters.

The first-quarter expansion was driven by a large pickup in exports, which reflected strengthening private demand in the United States in recent quarters and the reversal of temporary disruptions that restrained activity in the energy and mining sectors in the second half of 2012. At the same time, most major components of final domestic demand increased only modestly. The stronger growth in the Canadian economy in the first quarter, coupled with some modest upward revisions over the 2008–12 period, resulted in a real GDP level in the first quarter that was 0.5 per cent higher than anticipated in the last *Report*. As a result, the conventional measure of the output gap is now somewhat smaller than previously estimated, at 1.0 per cent in the first quarter, compared with 1.2 per cent in April (*Chart 20*).

Growth in real GDP is forecast to have slowed sharply in the second quarter, to around 1.0 per cent. This slowing primarily reflects the immediate adverse impact on economic activity of the catastrophic floods in Alberta and the province-wide strike in the construction sector in Quebec in the latter part of June (*Box 1*). Since the lost activity is expected to be largely recovered in the third quarter, the Bank will look through the volatility induced by these temporary factors when assessing the degree of excess capacity in the Canadian economy.

*Real GDP growth accelerated in the first quarter of 2013*



*The conventional measure of the output gap is now somewhat smaller than previously estimated*





On balance, labour market indicators point to a greater degree of slack than the conventional measure of the output gap. The level of average hours worked continues to be significantly below its trend, while the proportion of involuntary part-time workers and the average duration of unemployment remain at elevated levels (Chart 21). Wage increases have remained subdued (Chart 22), consistent with the observed softness in price inflation in the services sector. Despite solid employment gains, the unemployment rate has continued to hover somewhat above 7 per cent. Finally, the Bank's latest *Business Outlook Survey* finds little evidence of labour shortages.

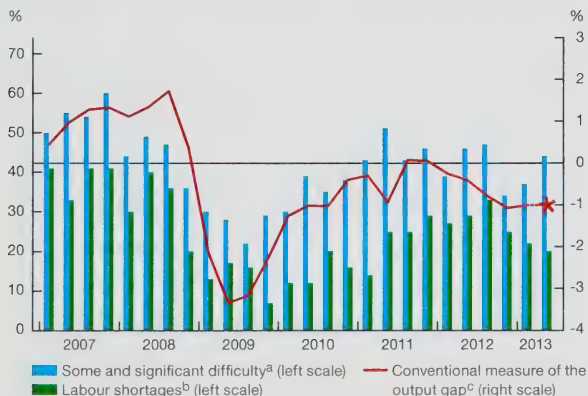
By contrast, in the summer *Business Outlook Survey*, the proportion of firms expecting that they would have difficulty meeting an unexpected increase in demand has risen to around its historical average, suggesting limited slack in the economy. This is consistent with weak growth in the capital stock in recent quarters, and with the survey findings that uncertainty continues to affect the investment decisions of many firms. As business confidence improves in response to evidence of firming demand, physical capacity can be expected to expand at a more significant pace. These investments will contribute to the reconstruction of the Canadian economy's production potential by supporting stronger growth in productivity and helping to alleviate capacity constraints in some sectors.

Taking into account the range of indicators of capacity pressures, as well as the temporary nature of the factors affecting activity in the near term, the Bank judges that the economy was operating roughly 1¼ per cent below its production capacity in the second quarter of 2013, a similar degree of slack to that expected in the April Report.

■ On balance, labour market indicators point to a greater degree of slack

■ The Bank judges that the economy was operating roughly 1¼ per cent below its production capacity in the second quarter of 2013

**Chart 20: Material excess capacity remains in the Canadian economy**



a. Response to *Business Outlook Survey* question on capacity pressures. Percentage of firms indicating that they would have either some or significant difficulty meeting an unanticipated increase in demand/sales.

b. Response to *Business Outlook Survey* question on labour shortages. Percentage of firms reporting labour shortages that restrict their ability to meet demand.

c. Difference between actual output and estimated potential output from the Bank of Canada's conventional measure. The estimate for the second quarter of 2013 (indicated by ★) is based on an increase in output of 2.3 per cent (at annual rates) for the quarter, which excludes the impact of temporary factors.

Source: Bank of Canada

Last observation: 2013Q2



## Box 1

## The Near-Term Economic Effects of the Recent Flooding in Southern Alberta and the Quebec Construction Strike

The Canadian economy has been hit by a number of unusual events in recent weeks: catastrophic flooding in southern Alberta, the province-wide construction strike in Quebec, the tragedy in Lac-Mégantic and severe flooding in Toronto. The first two events are expected to have material implications for the near-term path of Canadian economic activity. The timing and magnitude of the impact on the economy of these events and their aftermath are subject to considerable uncertainty, and the rough estimates below rely on a number of assumptions. Moreover, the impact of these events is expected to result in greater volatility in economic indicators to be released over the coming quarters, which will complicate the analysis of underlying trends.

The devastating flooding in Alberta in late June affected all sectors of the province's economy, so the impact on real GDP growth is estimated to be substantial. While the exact magnitude is highly uncertain, the Bank assumes that reduced activity in the region during the last 10 days of June lowered real GDP growth in the second quarter by about 0.7 percentage points. Following these severe disruptions, economic activity is expected to recover as the lost output is partially recouped and reconstruction begins. For these reasons, the Bank anticipates that growth in the third quarter will be boosted by about 1.0 percentage points.

The construction strike in Quebec began on 17 June and affected all sectors of the industry. While workers in

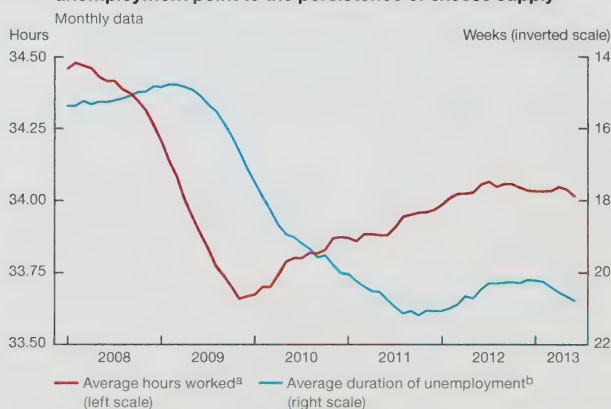
residential construction and roadwork reached labour agreements after one week, the other sectors did not return to work until 2 July, after the provincial government passed special legislation to end the strike. Since the Quebec construction industry represents about 1.4 per cent of the Canadian economy, the drag on growth is also estimated to be significant. Overall, it is estimated that the strike will shave approximately 0.6 percentage points from real GDP growth in the second quarter before rebounding in the third quarter (adding about 0.8 percentage points to growth).

As a result of the direct effects of these events, the Bank estimates that growth (expressed quarterly at annual rates) was reduced by about 1.3 percentage points in the second quarter (**Table 1-A**). Given the temporary nature of the shocks and the eventual reconstruction and repair of damaged infrastructure in the flooded areas in Alberta, a boost of 1.8 percentage points to GDP growth is expected in the third quarter.

**Table 1-A: Estimated impact on real GDP growth**  
Quarter-over-quarter change, percentage points at annual rates

	2013Q2	2013Q3
<b>Flooding in southern Alberta</b>	-0.7	+1.0
<b>Quebec construction strike</b>	-0.6	+0.8
<b>Total</b>	-1.3	+1.8

**Chart 21: Recent data on average hours worked and the average duration of unemployment point to the persistence of excess supply**



a. Expressed as a 12-month moving average, in hours  
b. Expressed as a 12-month moving average, in weeks

Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations

Last observation: June 2013

**Chart 22: Wage increases have been subdued recently**

Quarterly data



Sources: Statistics Canada and Human Resources and Skills Development Canada

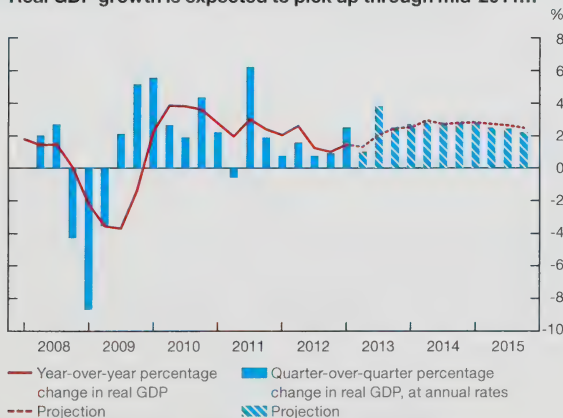
Last observations: 2013Q1 and 2013Q2

## The Real Economy

The Bank continues to forecast an improvement in the underlying momentum of the Canadian economy through mid-2014 as external demand increases and business confidence strengthens (Chart 23 and Table 2).

Nevertheless, the protracted nature of the recovery in U.S. and global demand remains an important headwind to the Canadian economy, particularly in the current environment of greater restraint in domestic household and government spending. Accordingly, as in the *April Report*, the profile for real GDP in Canada is projected to remain relatively subdued for this stage of the cycle (Chart 24).

Underlying momentum in the Canadian economy is expected to improve

**Chart 23: Real GDP growth is expected to pick up through mid-2014...**

Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

**Table 2: Contributions to average annual real GDP growth**

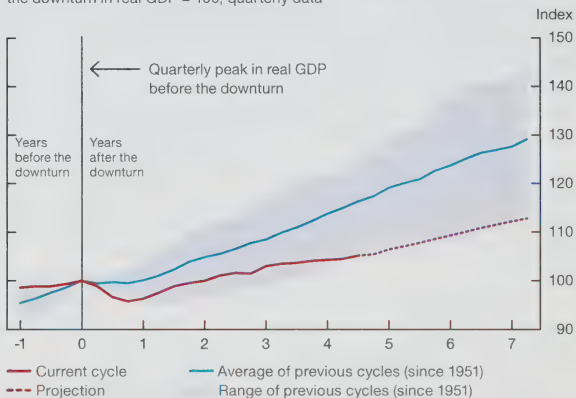
Percentage points<sup>a</sup>

	2012	2013	2014	2015
Consumption	1.1 (1.2)	1.0 (1.2)	1.4 (1.3)	1.5 (1.4)
Housing	0.4 (0.4)	-0.1 (-0.2)	-0.1 (-0.1)	0.0 (0.0)
Government	0.3 (-0.1)	0.3 (0.1)	0.0 (0.1)	0.1 (0.1)
Business fixed investment	0.6 (0.6)	0.2 (0.4)	0.6 (0.8)	0.9 (0.8)
<b>Subtotal: Final domestic demand</b>	<b>2.3 (2.1)</b>	<b>1.4 (1.5)</b>	<b>1.9 (2.1)</b>	<b>2.5 (2.3)</b>
Exports	0.4 (0.5)	0.8 (0.7)	1.4 (1.5)	1.3 (1.4)
Imports	-1.0 (-1.0)	-0.2 (-0.6)	-0.8 (-1.0)	-1.1 (-1.0)
<b>Subtotal: Net exports</b>	<b>-0.6 (-0.5)</b>	<b>0.6 (0.1)</b>	<b>0.6 (0.5)</b>	<b>0.2 (0.4)</b>
Inventories	0.0 (0.3)	-0.2 (-0.1)	0.2 (0.2)	0.0 (0.0)
<b>GDP</b>	<b>1.7 (1.8)</b>	<b>1.8 (1.5)</b>	<b>2.7 (2.8)</b>	<b>2.7 (2.7)</b>
<b>Memo items:</b>				
Potential output	2.0 (2.0)	2.1 (2.1)	2.2 (2.2)	2.1 (2.1)
Real gross domestic income (GDI)	1.5 (1.5)	1.8 (1.9)	2.8 (2.6)	3.0 (2.8)

a. Figures in parentheses are from the projection in the April 2013 *Monetary Policy Report*. Those for potential output are from Box 2 in the October 2012 *Monetary Policy Report*.

**Chart 24: ... but the level of activity remains relatively subdued for this stage of the cycle**

Comparison of real GDP across economic cycles; quarter before the downturn in real GDP = 100, quarterly data



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

The Canadian economy is expected to reach full capacity around mid-2015

As noted earlier, economic growth in Canada is expected to be choppy in the near term. From an average rate of 2.4 per cent over the second and third quarters of 2013, growth is projected to rise gradually to 2.8 per cent in the second quarter of 2014 (Table 3). Given this projection for real GDP, the Canadian economy is expected to reach full capacity around mid-2015, as in the April Report.

Exports are projected to continue to increase at a solid pace

After picking up sharply in the first quarter, exports are projected to continue to increase at a solid pace. The further recovery in U.S. business and residential investment should particularly benefit those export sectors that have lagged thus far, notably machinery and equipment and lumber products (Chart 25). The diversification of Canadian trade toward faster-growing

**Table 3: Summary of the projection for Canada<sup>a</sup>**

	2012	2013				2014				2015			
	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Real GDP (quarter-over-quarter percentage change at annual rates)	0.9 (0.6)	2.5 (1.5)	1.0 (1.8)	3.8 (2.3)	2.5 (2.8)	2.7 (3.0)	2.8 (3.0)	2.8 (3.0)	2.8 (2.8)	2.8 (2.8)	2.5 (2.5)	2.4 (2.3)	2.2 (2.1)
Real GDP (year-over-year percentage change)	1.0 (1.1)	1.4 (1.2)	1.3 (1.2)	2.1 (1.6)	2.4 (2.1)	2.5 (2.5)	2.9 (2.8)	2.7 (2.9)	2.8 (2.9)	2.8 (2.9)	2.7 (2.8)	2.6 (2.6)	2.5 (2.4)
Core inflation (year-over-year percentage change)	1.2 (1.2)	1.3 (1.3)	1.1 (1.2)	1.3 (1.4)	1.6 (1.7)	1.5 (1.7)	1.7 (1.8)	1.8 (1.9)	1.9 (1.9)	1.9 (1.9)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)
Total CPI (year-over-year percentage change)	1.0 (1.0)	0.9 (0.9)	0.7 (1.0)	1.1 (1.2)	1.4 (1.6)	1.4 (1.6)	1.6 (1.7)	1.8 (1.9)	1.9 (1.9)	1.9 (1.9)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)
Total CPI excluding the effect of the HST and changes in other indirect taxes (year-over-year percentage change)	0.8 (0.8)	0.9 (0.9)	0.8 (1.1)	1.2 (1.3)	1.5 (1.7)	1.5 (1.7)	1.6 (1.7)	1.8 (1.9)	1.9 (1.9)	1.9 (1.9)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)
WTI <sup>b</sup> (level)	88 (88)	94 (94)	94 (94)	103 (95)	100 (94)	97 (93)	94 (92)	93 (91)	91 (90)	90 (90)	88 (89)	87 (88)	86 (88)
Brent <sup>b</sup> (level)	110 (110)	113 (113)	103 (106)	106 (106)	105 (104)	103 (103)	102 (102)	100 (101)	99 (100)	98 (99)	96 (98)	95 (97)	94 (96)

a. Figures in parentheses are from the projection in the April 2013 *Monetary Policy Report*.

b. Assumptions for the price of West Texas Intermediate and Brent crude oil (US\$ per barrel) are based on an average of futures contracts over the two weeks ending 12 July 2013.

**Chart 25: Canadian exports are projected to increase at a solid pace...**

Year-over-year growth, quarterly data



Sources: Statistics Canada, U.S. Bureau of Economic Analysis, and Bank of Canada calculations and projections

economies should also help to improve Canada's export performance.<sup>7</sup> In spite of the expected solid growth ahead, the level of exports is not projected to return to its pre-recession peak until the second half of 2014 (Chart 26). This reflects not only the protracted nature of the global recovery, but also ongoing competitiveness challenges and capacity constraints in some sectors that limit the ability of Canadian exporters to respond quickly to increased foreign demand (Box 2).

<sup>7</sup> According to Export Development Canada's spring *Trade Confidence Index* survey, one-third of exporters reported that they had already started selling to new markets in the past two years, and about half plan to expand into new countries over the next two years, with future diversification focusing on growth markets.



## Box 2

## The Capacity of Canadian Exporters to Respond to Rising Foreign Demand

Each quarter, the Bank's regional offices consult with businesses to gauge their views on economic activity over the next 12 months. When asked in the summer *Business Outlook Survey* about the channels through which they could respond to rising foreign demand for their products or services, about two-thirds of exporting firms reported some ability to respond through more intensive use of their Canadian capacity over the near term.<sup>1</sup> These firms most often cited some flexibility to use or adjust their scale of operations—for example, by hiring temporary workers, increasing overtime, buying finished products or leasing facilities from their competitors—or by utilizing out-of-service capacity (Chart 2-A). A relatively small share of exporting firms reported that they had recently added Canadian capacity to accommodate a sustained increase in foreign demand. In recent surveys, firms have reported delaying some larger-scale capital projects aimed at long-term capacity expansion, given the ongoing uncertainty about external demand. Many firms indicated that they also had the ability to respond to increased export demand through their facilities outside of Canada.

While most exporting firms indicate an ability to respond through their Canadian operations, a number of factors are weighing on their export prospects. A number of firms feel that they are competitive in global markets, owing to recent investments made to improve efficiency, lower costs or increase access to foreign markets (Chart 2-B), but others noted that they are in the process of making these investments as U.S. demand recovers. Many firms reported that competitive pressures in the U.S. market are intense, reflecting both the degree of excess capacity in the United States and fierce competition from foreign, non-U.S. firms. Supply chain or other constraints were often factors weighing on firms' ability to increase sales to other countries.

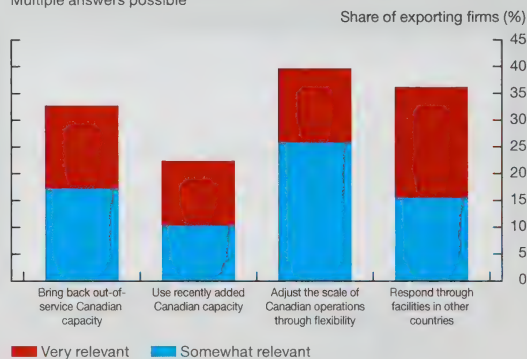
Industry consultations with firms in the lumber and auto sectors—which have traditionally been important for Canada's export performance—illustrate how these influences are at play. Many lumber producers have taken measures to retool and bring back idled facilities to ensure that they have enough capacity to meet increases in both foreign and domestic demand. At the same time, many Canadian firms have acquired sawmills or wood manufacturing facilities in the United States to circumvent trade barriers and take advantage of lower production costs. Decisions about

whether to increase production at Canadian or U.S. facilities are influenced by the availability of timber, relative cost structures, logistics and regulatory constraints. Similarly, in the auto sector, structural changes over the past decade have led to changes in the types of vehicle produced in Canada and the location of facilities within an integrated North American market. With some segments of the industry currently

(continued...)

**Chart 2-A: Canadian firms could meet an unexpected increase in foreign demand in several ways**

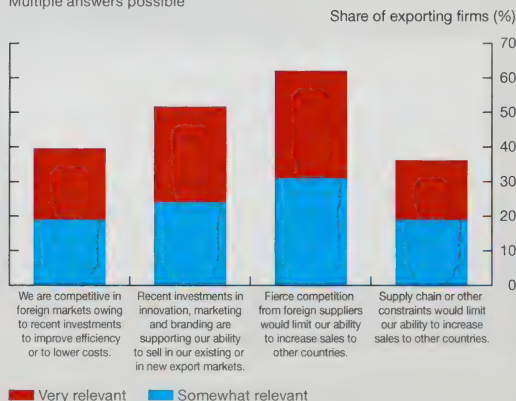
Multiple answers possible



Source: Bank of Canada, *Business Outlook Survey* (Summer 2013)

**Chart 2-B: Firms' assessment of their competitive positions and constraints**

Multiple answers possible



Source: Bank of Canada, *Business Outlook Survey* (Summer 2013)

1 Of the approximately 100 firms participating in the summer survey, 58 currently have at least some sales to other countries.



## Box 2 (continued)

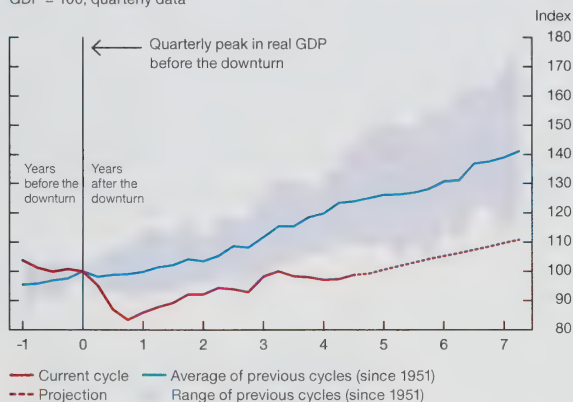
operating at capacity, new investments would need to be made, yet Canadian locations are increasingly competing with foreign locations to attract those new investments.

Overall, consultations with industry suggest that, in the near term, most exporting firms have some capacity to respond to increasing foreign demand through their Canadian operations, although the availability of foreign capacity and

competitiveness challenges may mitigate this response. Additional investment will be required in the medium to longer term to expand Canada's export capacity and to ensure that Canadian firms can be successful in an increasingly competitive global marketplace. Uncertainty about the nature and timing of future demand growth is holding back these investments.

**Chart 26: ...although the level of exports remains weak relative to previous cycles**

Comparison of real exports across economic cycles; quarter before the downturn in real GDP = 100, quarterly data



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

Following a strong recovery from the depressed levels experienced in the aftermath of the 2008–09 recession, the growth of business fixed investment has weakened in recent quarters, reflecting concerns regarding the strength of both domestic and foreign demand, as well as challenges specific to the resource sector. As a result, growth in business fixed investment is likely to remain moderate over the near term, despite the healthy aggregate financial position of Canadian firms, favourable credit conditions and the strong Canadian dollar, as well as the impetus to improve productivity amid heightened pressures to become more competitive. Over the projection horizon, growth in business fixed investment is expected to strengthen as the recovery in Canadian exports becomes more firmly entrenched, providing greater confidence about the prospects for global demand.

◀ *Growth in business fixed investment is expected to strengthen*

In the first quarter of 2013, household spending failed to contribute materially to real GDP growth for the first time since early 2009, since consumption rose only modestly and residential investment declined for the third consecutive quarter. This extends a recent trend toward slower growth in household spending, which, combined with the downward revisions to the debt-to-income ratio and upward revisions to the savings rate (Chart 27), points to increased household prudence.

**Chart 27: Recent data point to increased household prudence**

Quarterly data

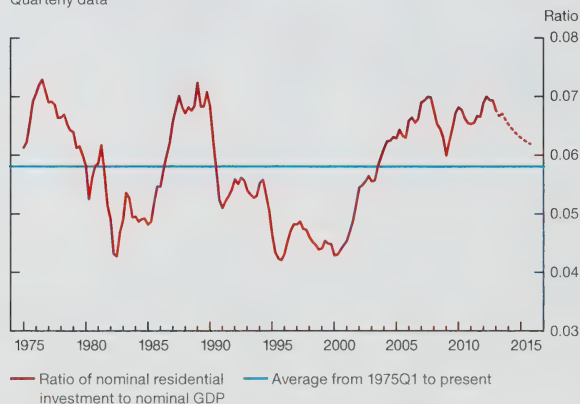


Source: Statistics Canada

Last observations: 2012Q4 and 2013Q1

**Chart 28: The share of residential investment in GDP is expected to decline from historically high levels**

Quarterly data



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

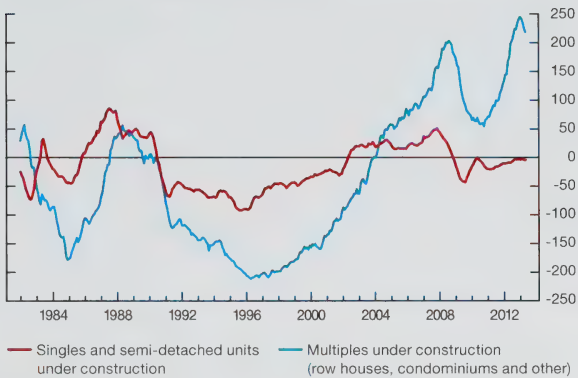
*Consumption is projected to increase at a moderate pace*

*Residential investment is projected to decline further from historically high levels*

In the Bank's forecast, consumption increases at a moderate pace, slightly above the rate of growth of disposable income. Nevertheless, the savings rate remains well above the average of the past decade—consistent with the persistence of a degree of household caution in the context of high debt levels. Residential investment is projected to decline further from historically high levels (Chart 28), reflecting lower rates of new construction as previous overbuilding is addressed (Chart 29), thus contributing to a more sustainable path for the housing sector. Recent increases in fixed-term mortgage rates will also provide a degree of restraint. While the Bank expects household caution to remain a constraint on spending over the forecast horizon, it is possible that, in an environment where borrowing conditions are still highly favourable, household expenditures could gather renewed momentum. The rebound in the housing market in recent months, which can be seen across the indicators for new construction, resale activity and

**Chart 29: Despite some moderation in new residential construction, there are still signs of overbuilding**

Adjusted for population aged 25+ years, deviation from historical average, per 100,000 people, major metropolitan areas

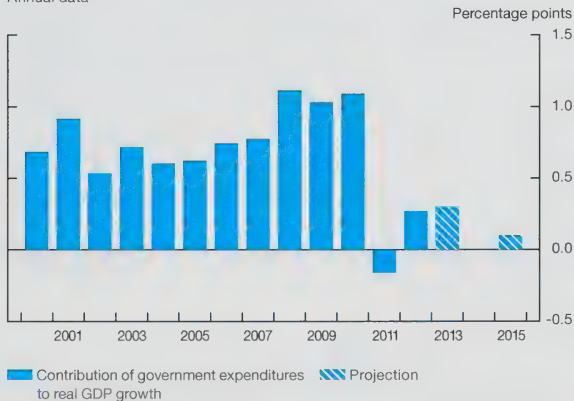


Sources: Canada Mortgage and Housing Corporation, Statistics Canada, and Bank of Canada calculations

Last observation: May 2013

**Chart 30: Government spending is expected to contribute only marginally to real GDP growth**

Annual data



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

house prices, reinforces this possibility—although some variation around the trend is to be expected amid a constructive evolution of household imbalances.

Government spending is expected to contribute only marginally to real GDP growth over the projection horizon (Chart 30). While this contribution is considerably weaker than has been typical historically, it is in line with the announced plans of federal, provincial and local governments to consolidate spending.

## Inflation

Total CPI and core inflation have stayed low in recent months, and both are expected to remain subdued in the near term (Chart 31).

► Inflation has stayed low in recent months and is expected to remain subdued in the near term

Low core inflation, averaging 1.1 per cent in April and May, continues to reflect persistent material excess capacity in the economy, heightened competitive pressures on retailers from both domestic and foreign sources, relatively subdued increases in wages amid slack labour market conditions, and a number of temporary sector-specific factors (Box 3). There remains some uncertainty regarding the importance of each of these factors in accounting for the low level of core inflation. Total CPI inflation, which averaged 0.6 per cent in April and May, has been restrained not only by low core inflation, but also by declining mortgage interest costs.

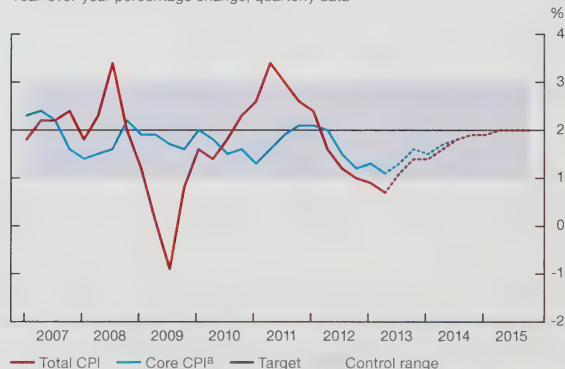
► Total CPI inflation is expected to return gradually to target around mid-2015

Core inflation is expected to remain subdued in coming quarters. As the economy gradually returns to full capacity and, with inflation expectations well anchored, core inflation is projected to rise to 2 per cent around mid-2015.<sup>8</sup> In addition, even though wage growth has been relatively modest recently, productivity growth has been weak. As a result, the growth of unit labour costs has risen somewhat above 2 per cent in recent quarters (Chart 32), and is expected to contribute to the gradual rise in core inflation. Together with core inflation, total CPI inflation is expected to return gradually to target around mid-2015.

Indicators of inflation expectations are consistent with the Bank's projection, which shows inflation remaining below the 2 per cent target until around mid-2015. In this regard, the July Consensus Economics forecasts for total CPI inflation were 1.1 per cent in 2013 and 1.7 per cent in 2014. According to the latest *Business Outlook Survey*, inflation expectations have eased within the Bank's inflation-control range, with a slightly greater majority of firms expecting total CPI inflation over the next two years to remain in the bottom half of that range. A number of firms cited the slow-growth environment as a factor driving their expectations. In the context of increased volatility in

**Chart 31: Total CPI inflation is projected to remain below 2 per cent until mid-2015**

Year-over-year percentage change, quarterly data



a. CPI excluding eight of the most volatile components and the effect of changes in indirect taxes on the remaining components

Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

<sup>8</sup> As previously assumed, the indirect effects associated with the restoration of the provincial sales tax in British Columbia are expected to have a minor effect on core inflation over the projection horizon (see the April 2012 *Monetary Policy Report*).

## Box 3

## Special Factors Behind the Recent Weakness in Core Inflation

While the persistent slack in the Canadian economy and heightened competition in the retail sector have dampened core inflation, special factors have also played a role. This box reviews some of those key special factors, particularly the pass-through from agricultural commodity prices and lower-than-usual rates of change in domestic regulated prices. As shown in **Chart 3-A**, in 2013, food prices have been the largest drag on core inflation relative to the average, followed by services (excluding shelter), which has been notably influenced by auto insurance premiums.<sup>1</sup>

## Food-price inflation has been driven largely by global movements in commodity prices

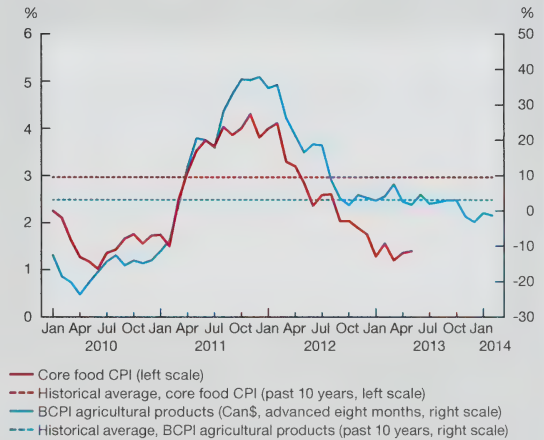
In Canada and in other major advanced economies, the run-up in core food-price inflation through 2011 and its subsequent decline have both been broadly in line with lagged movements in global agricultural commodity prices (**Chart 3-B** and **Chart 3-C**). At the peak of the run-up in late 2011 and early 2012, the pass-through from higher agricultural prices helped to push CPIX inflation in Canada about 0.2 percentage points above its historical average. On average in 2013, the muted food-price inflation arising from the commodity price cycle has pulled core inflation down by a similar amount. Although agricultural prices stabilized in the second half of 2012, core CPI food-price

inflation in Canada declined further, suggesting that heightened competitive pressures in domestic grocery retailing might also have dampened prices over that period. A relatively flat growth profile for agricultural products in the Bank of Canada commodity price index (BCPI) through

(continued...)

**Chart 3-B: Core food-price dynamics have largely reflected the commodity price cycle**

Year-over-year percentage change, monthly data

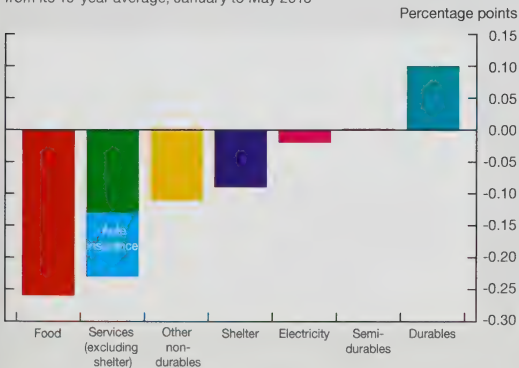


Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations

Last observations: May and June 2013

**Chart 3-A: Food prices have been the largest drag on core inflation in 2013**

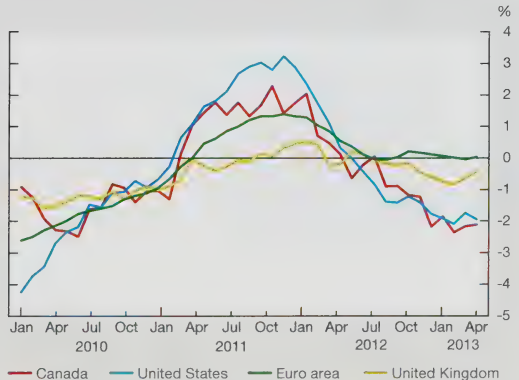
Contributions to deviation of core inflation (year-over-year) from its 10-year average, January to May 2013



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations

**Chart 3-C: The weakness in food-price inflation is also shared by other major advanced economies**

Food, excluding fruits, vegetables and restaurants; deviation of the food-price inflation rate from its 10-year average, monthly data



Sources: Statistics Canada, Haver Analytics and Bank of Canada calculations

Last observation: May 2013

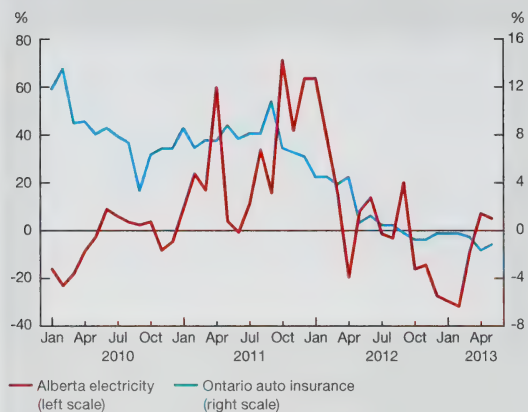
<sup>1</sup> Components of food-price inflation account for 17 per cent of the CPIX, while core services (excluding shelter) accounts for 27 per cent, shelter services for 22 per cent, non-durable goods for 7 per cent and electricity prices for 3 per cent.



## Box 3 (continued)

**Chart 3-D: The decline in regulated-price inflation has been province-specific**

Year-over-year percentage change, monthly data



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations

Last observation: May 2013

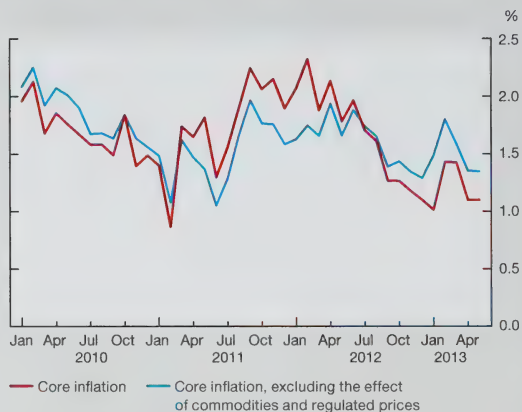
2013, combined with the competitive environment, suggests that inflation in core food prices should converge only gradually to more typical rates.

**Regulated prices have also played a role in the recent weakness in core inflation**

Some regulated prices have also played a role in the recent weakness in the CPIX (**Chart 3-D**). For example, power plant outages caused electricity rates in Alberta to increase sharply (71 per cent on a year-over-year basis) at the end of 2011, but they have since fallen significantly, reaching a trough earlier this year. As well, regulatory changes kept auto insurance premiums<sup>2</sup> in Ontario relatively flat in 2012 after material increases in previous years. Overall, developments in these regulated prices account for 0.1 percentage points of the weakness in CPIX inflation relative to its historical average. The current regulatory environment for auto insurance in Ontario and

**Chart 3-E: The commodity price cycle and changes in regulated prices have exacerbated movements in core inflation**

Year-over-year percentage change, monthly data



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations

Last observation: May 2013

the proposed reduction in premiums included in the 2013 Ontario budget suggest that weak growth in premiums relative to the average could persist for some time. On the other hand, the impact of the outages at Alberta power plants has already disappeared from the year-over-year progression for electricity prices. Announced electricity rate increases in Alberta in the third quarter should result in a rebound in overall electricity prices in the CPI in the near term.

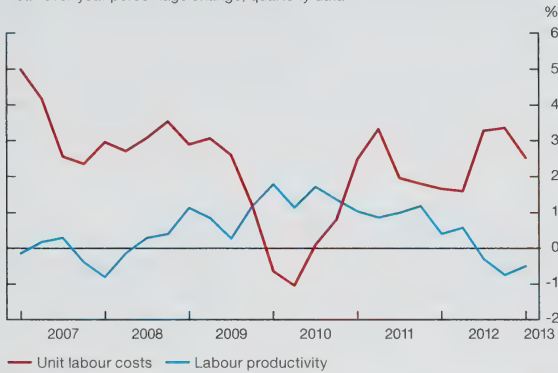
Without the above-mentioned special factors, which removed about 0.3 percentage points of the CPIX relative to the average, the slowdown in core inflation would have been much less pronounced, with the CPIX hovering at around 1.7 per cent on a year-over-year basis in the first half of 2012 before moderating somewhat further in recent months (**Chart 3-E**).<sup>3</sup>

<sup>3</sup> To eliminate the effect of these special factors on core inflation, it is assumed that core food prices, semi-durables, electricity prices and auto insurance premiums grow at their 10-year historical average, while the remaining components of the CPIX progress at their observed rate.

<sup>2</sup> Auto insurance premiums, which are part of core services (excluding shelter), account for 3 per cent of core inflation.

**Chart 32: Unit labour costs have risen recently owing to weak productivity**

Year-over-year percentage change, quarterly data



Source: Statistics Canada

Last observation: 2013Q1

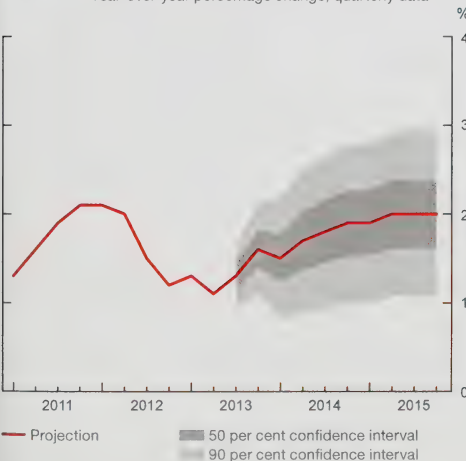
financial markets in recent weeks, market-based measures of longer-term inflation expectations have also edged down, although they continue to be consistent with the 2 per cent inflation-control target.

This projection includes a path of monetary policy consistent with achieving the inflation target. Guidance on this path is provided in the accompanying press release.

The uncertainty surrounding the Bank's inflation projection is illustrated using fan charts. **Chart 33** and **Chart 34** depict the 50 per cent and 90 per cent confidence bands for year-over-year core inflation and total CPI inflation from the third quarter of 2013 to the end of 2015.

**Chart 33: Projection for core CPI inflation**

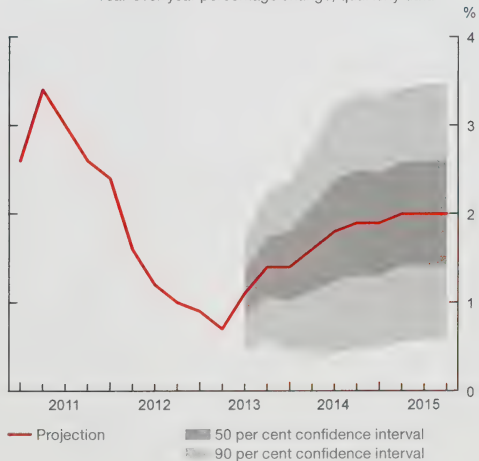
Year-over-year percentage change, quarterly data



Source: Bank of Canada

**Chart 34: Projection for total CPI inflation**

Year-over-year percentage change, quarterly data



Source: Bank of Canada

## Risks to the Outlook

The outlook presented in this *Report* balances the many upside and downside risks to inflation in the projection. Four of the most important risks are described below: three of them emanate from the external environment, while one is domestic.

### (i) *Stronger U.S. private demand*

The major upside risk to inflation in Canada is stronger-than-expected private demand in the United States. The solid recovery in the U.S. housing market, and in the economy more generally, could generate stronger growth in labour income. Moreover, higher prices for housing and equities could cause household deleveraging to end sooner than expected. Together, these developments would result in more rapid growth in consumption and residential investment, which in turn would give businesses greater confidence in investing and hiring, thus creating a virtuous circle for U.S. private demand. Although this would likely be accompanied by higher interest rates, putting some upward pressure on rates in Canada, the boost to U.S. real GDP would more than offset the pressure on rates. Stronger demand in the United States would be transmitted to the Canadian economy through the trade channel and higher commodity prices.

### (ii) *Euro-area crisis*

Failure to contain the crisis in Europe remains the most serious downside risk facing the global and Canadian economies. Although Canada has limited direct trade and financial exposure to Europe, if a euro-area country or large bank were to lose access to debt markets, leading to a sudden loss of confidence, financial contagion to the United States could cause U.S. credit spreads to widen and equity prices to fall. The knock-on effects in Canada from weaker U.S. demand and financial market turbulence would have significant consequences for our exports and for domestic economic activity.

Even if the situation in the euro area remains contained, weakness could persist longer than projected, owing to reform fatigue, persistently high unemployment, and delays in the necessary institutional reforms and balance-sheet repairs. The combination of weaker foreign activity, higher lending spreads, lower commodity prices and negative confidence effects would act as a drag on Canadian growth.

### (iii) *Disorderly unwinding of household sector imbalances*

The elevated level of household debt and imbalances in some segments of the housing market remain the most important domestic source of risk to the Canadian economy. In the past several months, there

has been a constructive evolution of household sector imbalances. Nevertheless, despite the continued slowing in credit growth, the level of debt remains high. In addition, some of the latest data point to the risk of renewed momentum in the housing market in the context of continuing very low borrowing rates. This renewed momentum would produce a temporary boost to economic activity and inflation, but more importantly, it would exacerbate existing imbalances and therefore increase the probability of a more severe correction later on. Such a correction could have sizable spillover effects to other parts of the economy.

*(iv) Weaker growth in China and other emerging-market economies*

Efforts by Chinese authorities to contain domestic financial risks may result in a greater-than-anticipated slowdown in credit growth and an extended period of deleveraging. There is also a risk that the current slowdown in economic activity in other EMEs could be more severe and protracted than the Bank has projected. In particular, the anticipated normalization of monetary policy in the United States could trigger larger capital outflows, tighter credit conditions and increased volatility in EME asset prices. Important structural reforms, which are necessary to expand potential growth, could also be delayed. The shock would be transmitted to the Canadian economy through weaker export sales, lower commodity prices and a deterioration in our terms of trade.





d'un taux de chômage élevé et des retards pris dans le nécessaire processus de réforme institutionnelle et d'assainissement des bilans. L'action conjuguée d'une détérioration de l'activité à l'étranger, d'une hausse des marges d'intermédiation, d'un recul des prix des produits de base et des effets négatifs sur la confiance freinerait la croissance de l'économie canadienne.

### 3) Correction désordonnée des déséquilibres dans le secteur des ménages

Le haut niveau d'endettement des ménages et les déséquilibres qui touchent certains segments du marché du logement constituent toujours le principal risque d'origine interne pesant sur l'économie canadienne. Ces derniers mois, les déséquilibres dans le secteur des ménages ont connu une évolution constructive. Cela dit, en dépit du repli continu de la croissance du crédit, le niveau d'endettement reste élevé. De plus, certaines des données les plus récentes laissent entrevoir le risque d'un regain de dynamisme sur le marché du logement, dans un contexte de taux d'emprunt qui demeurent très bas. Cette évolution donnerait un coup de fouet à l'activité économique et ferait augmenter provisoirement l'inflation, mais, surtout, elle exacerberait les déséquilibres actuels, accentuant ainsi la probabilité d'une correction ultérieure plus sévère, qui pourrait avoir des répercussions notables sur d'autres secteurs de l'économie.

### 4) Expansion plus modérée en Chine et dans d'autres économies émergentes

Les efforts déployés par les autorités chinoises pour atténuer les risques financiers intérieurs pourraient se traduire par un tassement des questions qu'escompte de la croissance du crédit et par une longue période de réduction du levier d'endettement. Il est également possible que le ralentissement de l'activité qui est en cours dans d'autres pays émergents soit plus prononcé et plus durable que la Banque ne l'a projeté. En particulier, la normalisation prévue de la politique monétaire aux États-Unis pourrait, dans ces pays, déclencher des mouvements de sortie de capitaux de plus grande ampleur, durcir les conditions du crédit et accroître la volatilité des prix des actifs. D'importantes réformes structurelles, qui sont nécessaires afin de relever le rythme de la croissance potentielle, pourraient aussi s'en trouver retardées. Le choc se transmettrait à l'économie canadienne sous forme d'exportations moins élevées, de prix des produits de base plus faibles et d'une détérioration des termes de l'échange pour notre pays.

# Les risques entourant les perspectives

Les nombreux risques à la hausse et à la baisse qui pèsent sur l'évolution de l'inflation projetée sont équilibrés dans les perspectives dont fait état la présente livraison du *Rapport*. Quatre principaux risques sont décrits ci-après : trois sont associés à la conjoncture extérieure, et un autre, à la situation économique intérieure.

## 1) Demande privée forte aux États-Unis

Le principal risque à la hausse en matière d'inflation au Canada tient à la possibilité que la demande privée aux États-Unis soit plus forte qu'escamoté. La solide reprise du marché du logement et, plus généralement, de l'économie américaine pourrait engendrer une progression plus soutenue du revenu du travail. De plus, en raison de l'augmentation des prix des maisons et des actions, le processus de désendettement des ménages pourrait prendre fin plus tôt que prévu. L'ensemble de ces évolutions entraînerait une expansion plus rapide de la consommation et de l'investissement résidentiel qui, à son tour, conduirait les entreprises à se montrer plus confiantes et disposées à investir et à embaucher, créant ainsi un cercle vertueux de la demande privée américaine. Celui-ci s'accompagnerait sans doute d'une remontée des taux d'intérêt, laquelle exercerait des pressions à la hausse sur les taux au Canada, mais ces pressions seraient largement compensées par l'accélération de la croissance du PIB réel américain. La vigueur de la demande aux États-Unis se traduirait à l'économie canadienne par le canal des échanges commerciaux et du renchérissement des produits de base.

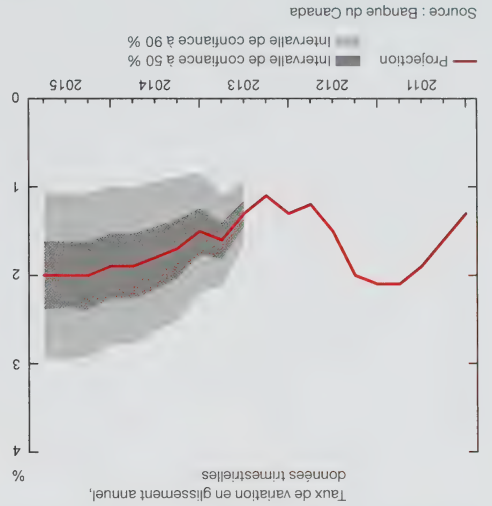
## 2) Crise de la zone euro

L'incapacité de contenir la crise en Europe continue d'être le risque à la baisse le plus important auquel sont exposées les économies mondiale et canadienne. Le Canada a une exposition financière et commerciale directe qui est certes limitée vis-à-vis de l'Europe. Néanmoins, si un pays ou une grande banque de la zone euro subissait une perte d'accès aux marchés de la dette, et que cela entraînait un effondrement de la confiance, la transmission aux États-Unis de ces perturbations financières pourrait provoquer dans ce pays un creusement des écarts de crédit et une chute du cours des actions. Les exportations et l'activité économique intérieure du Canada se ressentiraient alors vivement des contrechocs d'un affaiblissement de la demande et des turbulences des marchés financiers chez notre voisin du sud. Même si la situation dans la zone euro reste circonscrite, l'activité pourrait y demeurer faible plus longtemps que projeté en raison de la lassitude qu'éprouve la société à l'endroit des réformes, de la persistance

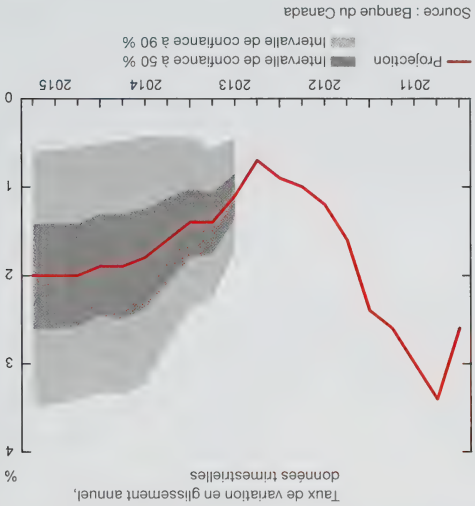
Les indicateurs des attentes d'inflation sont conformes à la projection de la Banque selon laquelle l'inflation devrait rester en deçà de la cible de 2 % jusqu'au milieu de 2015 environ. À cet égard, les compilations de Consensus Economics publiées en juillet font état de taux d'augmentation prévus de l'IPC global de 1,1 % pour 2013 et de 1,7 % pour 2014. Selon les résultats de la dernière enquête sur les perspectives des entreprises, les attentes d'inflation ont diminué à l'intérieur de la fourchette de maîtrise de l'inflation visée par la Banque, une majorité légèrement plus élevée de firmes étant d'avis que l'inflation mesurée par l'IPC global continuera de se situer dans la moitié inférieure de cette fourchette pendant les deux prochaines années. Un certain nombre d'entreprises ont indiqué que leurs attentes étaient fondées notamment sur le climat de faible croissance. Dans le contexte de volatilité accrue qui a caractérisé les marchés financiers ces dernières semaines, les mesures des attentes d'inflation à long terme issues du marché ont aussi légèrement diminué, mais elles continuent de concorder avec la cible de 2 %.

La projection de la Banque intègre une trajectoire de la politique monétaire compatible avec l'atteinte de la cible d'inflation. Des indications à ce sujet sont fournies dans le communiqué qui accompagne le présent rapport. L'incertitude entourant la projection de la Banque en matière d'inflation est illustrée à l'aide de graphiques en éventail. Le Graphique 33 et le Graphique 34 présentent les intervalles de confiance à 50 % et à 90 % relatifs au rythme d'augmentation en glissement annuel de l'indice de référence et de l'IPC global pour la période allant du troisième trimestre de 2013 à la fin de 2015.

**Graphique 33 : Projection relative à l'inflation mesurée**



**Graphique 34 : Projection relative à l'inflation mesurée par l'IPC global**



N'essent été les facteurs spéciaux susmentionnés, qui ont amputé l'IPCX d'environ 0,3 point de pourcentage par rapport à la moyenne, le ralentissement de l'inflation mesurée par l'indice de référence aurait été bien moins prononcé; le taux d'augmentation d'IPCX aurait avoisiné 1,7 % en glissement annuel au premier semestre de 2012 et aurait diminué

3 Pour annuler l'effet de ces facteurs spéciaux sur cette mesure de l'inflation, nous avons postulé pour les prix des aliments et des biens semi-durables, les tarifs d'électricité et les primes d'assurance automobile un taux d'accroissement conforme à leur moyenne historique sur dix ans, et laissé les autres composantes d'IPCX progresser au taux observé.

encore un peu ces derniers mois (voir le Graphique 3-E, à la page 30).

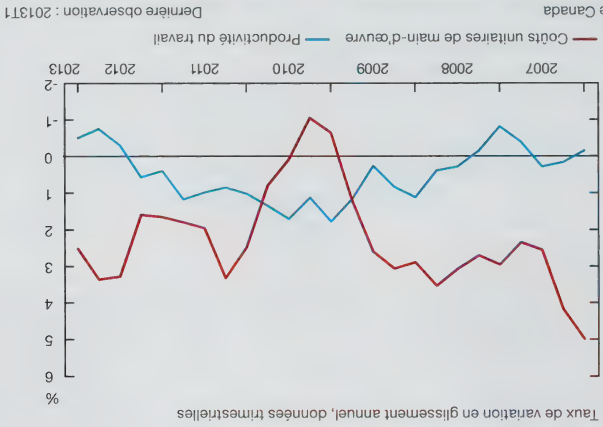
**Graphique 31 : L'inflation mesurée par l'IPC global devrait se maintenir au-dessous de 2 % jusqu'au milieu de 2015**



a. Indice excluant huit des composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes

Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

**Graphique 32 : Sous l'effet de la faiblesse de la productivité, les coûts unitaires de main-d'œuvre ont augmenté récemment**



Source : Statistique Canada

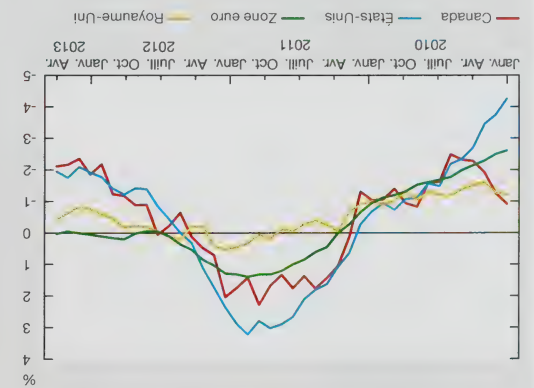
Dernière observation : 2013T1



Encadré 3 (suite)

**Graphique 3-C : Dans d'autres grandes économies avancées, les prix des aliments ont également progressé faiblement**

Écart entre le taux d'augmentation des prix des aliments (hors fruits, légumes et aliments achetés au restaurant) et sa moyenne sur dix ans, données mensuelles



Sources : Statistique Canada, Haver Analytics et calculs de la Banque du Canada  
Dernière observation : mai 2013

**Les prix réglementés ont également tenu un rôle dans la récente faiblesse de l'inflation mesurée par l'indice de référence**

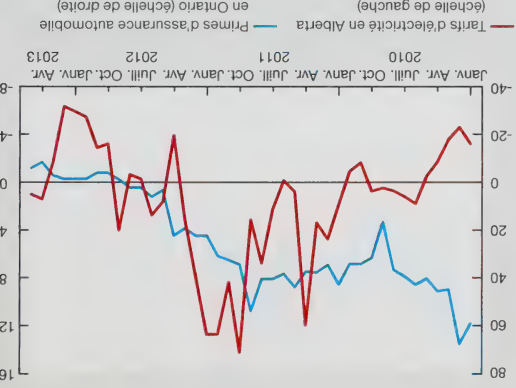
La faible progression qu'a affichée dernièrement l'IPC

s'explique aussi par le comportement de certains prix réglementés (Graphique 3-D). Par exemple, des pannes dans certaines centrales ont fait flamber de 71 % (en glissement annuel) les tarifs d'électricité en Alberta à la fin de 2011, mais ceux-ci ont depuis redescendu considérablement, et touché un creux plus tôt cette année. De plus, des changements réglementaires apportés en Ontario ont maintenu les primes d'assurance automobiles à un niveau relativement inchangé en 2012, après quelques années de majorations substantielles. Globalement, l'évolution de ces prix réglementés compte pour 0,1 point de pourcentage de la baisse de l'inflation mesurée par l'IPCX comparativement à sa moyenne historique. Le régime réglementaire actuel de l'assurance automobile en Ontario et la réduction de primes proposée dans le budget de la province pour 2013 donnent à penser que la faible croissance des primes par rapport à ce qui a été observé dans le passé pourrait se poursuivre encore quelque temps. Par ailleurs, les répercussions sur les prix de l'électricité des pannes subies par les centrales albertaines ont déjà disparu des progressions en glissement annuel. Les augmentations de tarif annoncées en Alberta au troisième trimestre devraient provoquer, à court terme, une remontée générale des prix de l'électricité compris dans l'IPC.

2 Les primes d'assurance automobile, qui font partie des services hors logement, comptent pour 3 % du panier de l'indice de référence.

**Graphique 3-D : Le ralentissement de la hausse des prix réglementés ne concerne que certaines provinces**

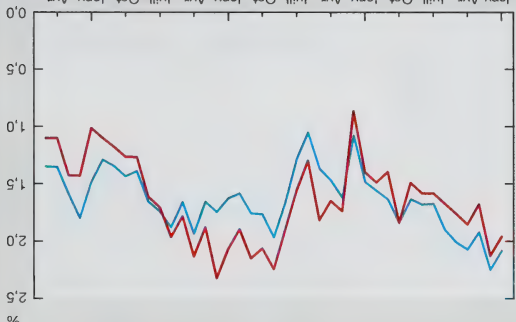
Taux de variation en glissement annuel, données mensuelles



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada  
Dernière observation : mai 2013

**Graphique 3-E : Le cycle des cours des produits de base et l'évolution des prix réglementés ont accentué les variations de l'inflation mesurée par l'indice de référence**

Taux de variation en glissement annuel, données mensuelles



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada  
Dernière observation : mai 2013

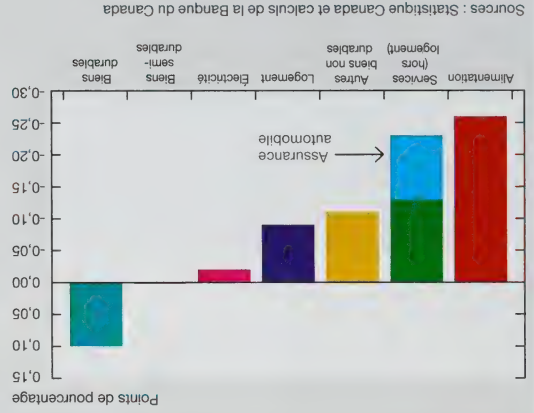


## Les facteurs spéciaux expliquant la récente faiblesse de l'inflation mesurée par l'indice de référence

Bien que la persistance de capacités inutilisées au sein de l'économie canadienne et la concurrence accrue dans le commerce de détail aient réduit l'inflation mesurée par l'indice de référence, des facteurs spéciaux ont aussi eu un rôle à jouer. Le présent encadré s'intéresse à certains de ces facteurs clés, notamment l'incidence des cours des produits agricoles et la progression plus lente que d'ordinaire des prix intérieurs réglementés. Comme le montre le Graphique 3-A, l'alimentation est la composante qui a, en 2013, freiné le plus l'inflation mesurée par l'indice de référence comparativement à la moyenne; viennent ensuite les services hors logement, dont les prix ont été particulièrement influencés par les primes d'assurance automobile<sup>1</sup>.

L'augmentation des prix des aliments a été en bonne partie dictée par les mouvements mondiaux des cours des produits de base. Au Canada et dans d'autres grandes économies avancées, la montée, en 2011, de l'inflation sous-jacente des prix des aliments et le déclin qui a suivi concordent en gros avec les mouvements passés des cours mondiaux des produits agricoles (Graphique 3-B et Graphique 3-C). Au moment où la hausse des prix des aliments a atteint son apogée, fin 2011 et début 2012, l'incidence des cours plus élevés des

1 Les aliments représentent 17 % du panier d'IPCX; les services hors logement, 27 %; les services liés au logement, 22 %; les biens non durables, 7 %; et les tarifs d'électricité, 3 %.



Composantes ayant contribué à l'écart de l'inflation mesurée par l'indice de référence (en glissement annuel) par rapport à sa moyenne sur dix ans, de janvier à mai 2013

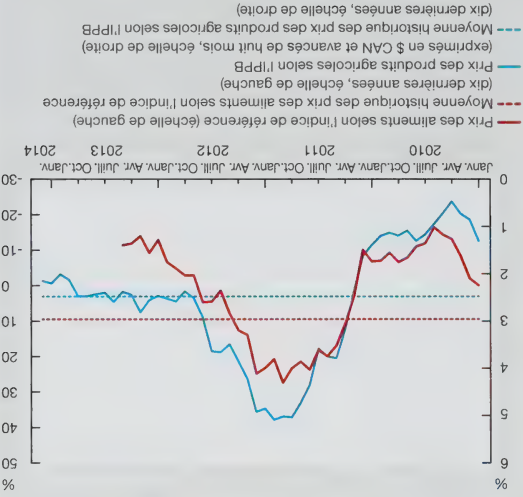
**Graphique 3-A : L'alimentation est la composante ayant le plus freiné l'inflation mesurée par l'indice de référence en 2013**

### Graphique 3-B : L'évolution des prix des aliments compris dans l'indice de référence a reflété en grande partie le cycle des cours des produits de base

(suite à la page suivante)

de la normale. que graduellement à augmenter à des taux plus proches aliments inclus dans l'indice de référence ne se remettront au climat concurrentiel, incite à penser que les prix des de base (IPPB) de la Banque du Canada en 2013, conjuguée produits agricoles au sein de l'indice des prix des produits prix durant cette période. La stabilité relative des cours des au détail au pays ont peut-être elles aussi fait baisser les concurrentielles accrues dans le secteur de l'alimentation ralentir au Canada, ce qui laisse croire que les pressions aliments compris dans l'indice de référence a continué de deuxième semestre de 2012, mais la hausse des prix des Les cours des produits agricoles se sont stabilisés au d'ampleur équivalente du taux d'accroissement d'IPCX. cycle des cours des produits de base a entraîné un repli la faible augmentation du coût des aliments décauant du centage sa moyenne historique. Cette année, en moyenne, (IPCX) à un niveau dépassant d'environ 0,2 point de pour- au Canada, l'inflation mesurée par l'indice de référence produits agricoles sur les prix à la consommation a porté,

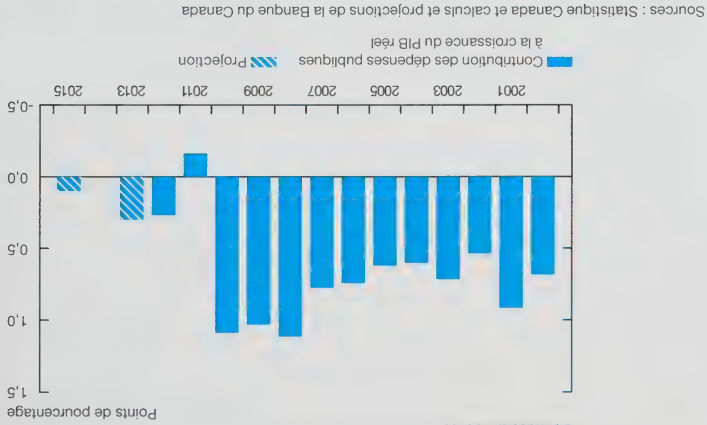
Taux de variation en glissement annuel, données mensuelles



Dernières observations : mai et juin 2013

Graphique 30 : Les dépenses publiques ne devraient fournir qu'un apport

minime à la croissance du PIB réel



Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

## L'inflation

L'inflation est restée basse ces derniers mois et devrait demeurer modérée à court terme.

L'inflation mesurée par l'IPC global et l'inflation mesurée par l'indice de référence sont restées à des niveaux bas ces derniers mois et devraient demeurer modérées à court terme (Graphique 31).

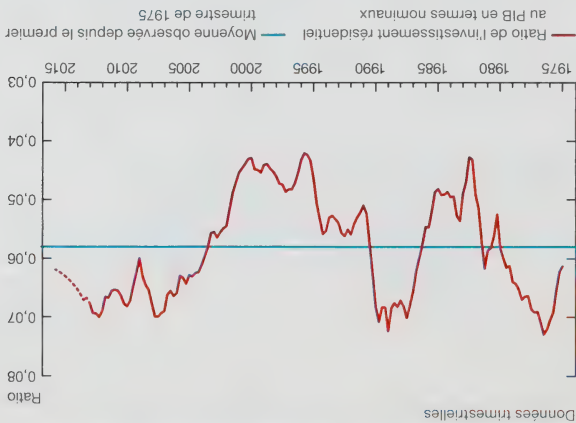
La faible rythme d'accroissement de l'indice de référence, qui se chiffrait en moyenne à 1,1 % en avril et mai, continue de refléter une marge notable et persistante de capacités excédentaires; des pressions concurrentielles accrues chez les détaillants, provenant de sources tant intérieures qu'étrangères; une progression des salaires relativement modérée dans le contexte d'un marché du travail stagnant; et plusieurs facteurs sectoriels temporaires (Encadré 3). Une certaine incertitude subsiste quant à l'importance de chacun de ces facteurs pour expliquer le bas niveau de l'inflation mesurée par l'indice de référence. L'inflation mesurée par l'IPC global, qui était en moyenne de 0,6 % en avril et mai, a été limitée non seulement par le bas niveau de l'inflation mesurée par l'indice de référence mais aussi par la baisse des coûts d'intérêt hypothécaire.

L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait demeurer modérée au cours des prochains trimestres. L'économie retournant graduellement à son plein potentiel et les attentes d'inflation étant bien ancrées, le taux d'augmentation de l'indice de référence devrait remonter pour atteindre 2 % vers le milieu de 2015<sup>8</sup>. De plus, bien que la progression des salaires ait été relativement modeste récemment, la croissance de la productivité a été faible. Par conséquent, la hausse des coûts unitaires de main-d'œuvre s'est hissée un peu au-dessus de 2 % ces derniers trimestres (Graphique 32) et devrait favoriser la montée graduelle de l'inflation mesurée par l'indice de référence. Parallèlement à cette montée, l'inflation mesurée par l'IPC global devrait revenir graduellement à la cible vers le milieu de 2015.

L'inflation mesurée par l'IPC global devrait revenir graduellement à la cible vers le milieu de 2015.

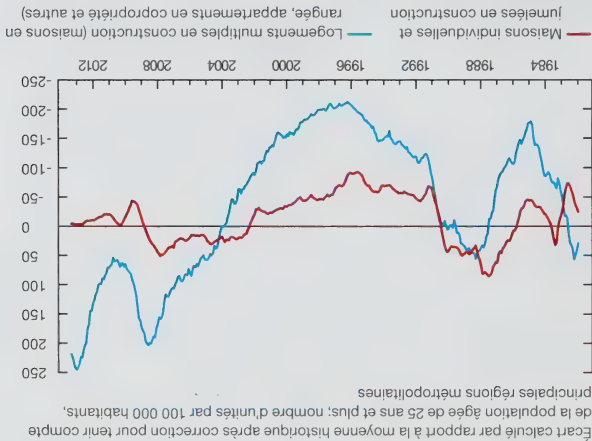
8 Comme on le supposait auparavant, les effets indirects associés au rétablissement de la taxe de vente provinciale en Colombie-Britannique devraient avoir une influence mineure sur l'inflation mesurée par l'indice de référence au cours de la période de projection (voir la livraison d'avril 2012 du Rapport).

**Graphique 28 : La part de l'investissement résidentiel dans le PIB devrait reculer par rapport aux sommets historiques atteints précédemment**



Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

**Graphique 29 : Malgré un certain ralentissement dans le secteur de la construction résidentielle neuve, des signes de surconstruction demeurent**



Sources : Société canadienne d'hypothèques et de logement, Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : mai 2013

indicateurs relatifs à la construction neuve, à l'activité sur le marché de la vente et aux prix des maisons, renforce cette possibilité — bien qu'il faille s'attendre à une certaine variation autour de la tendance dans le contexte d'une évolution constructive des déséquilibres des finances des ménages. Les dépenses publiques ne devraient fournir qu'un apport minime à la croissance du PIB réel durant la période de projection (Graphique 30). Si cet apport est beaucoup plus faible que ce qui a été observé normalement par le passé, il cadre avec les plans d'assainissement des dépenses annoncés par les gouvernements fédéral et provinciaux et les administrations locales.

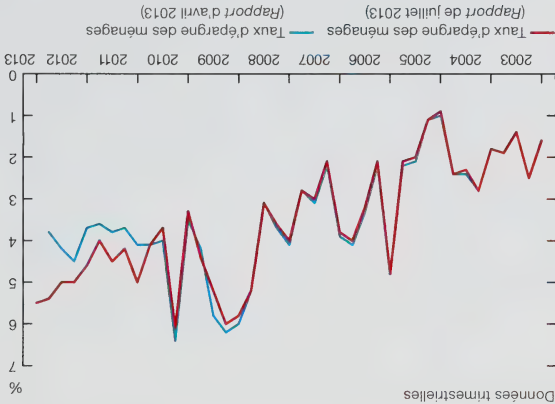
## Encadré 2 (suite)

beaucoup d'entreprises canadiennes ont fait l'acquisition de scieries et d'installations de fabrication de produits du bois aux États-Unis afin de contourner les barrières commerciales et de profiter de coûts de production moindres. Ainsi, la décision d'augmenter la production canadienne ou américaine des entreprises est influencée par la disponibilité du bois d'œuvre, les structures de coûts respectives, la logistique et les contraintes réglementaires. De la même manière, les changements structurels opérés dans l'industrie automobile au cours de la dernière décennie ont mené à des modifications dans les types de véhicules construits au Canada et dans leurs lieux d'assemblage au sein d'un marché nord-américain très intégré. Comme certains segments du secteur tournent déjà à plein régime, de nouveaux investissements seront nécessaires. Or les entreprises installées au Canada doivent de plus en plus rivaliser avec celles de l'étranger pour attirer ces nouveaux capitaux.

investissements.

Dans l'ensemble, les résultats des consultations donnent l'impression que la demande étrangère en s'appuyant sur leurs activités canadiennes, toutefois, la disponibilité d'installations de production à l'étranger et certains défis de compétitivité pourraient limiter leurs efforts en ce sens. Des investissements supplémentaires devront être réalisés à moyen et long terme en vue d'accroître la capacité d'exportation du Canada et de faire en sorte que les entreprises canadiennes puissent tirer leur épingle du jeu dans un marché mondial de plus en plus concurrentiel. L'incertitude entourant la composition de la croissance future de la demande et le moment où cette croissance se matérialisera freine ces

**Graphique 27 : Des données récentes semblent indiquer une prudence accrue de la part des ménages**



Source : Statistique Canada

(Rapport de juillet 2013)

(Rapport d'avril 2013)

Dernières observations : 2012T4 et 2013T1

L'investissement résidentiel devrait reculer encore par rapport aux sommets historiques atteints précédemment.

qu'il affichait au cours de la dernière décennie, ce qui cadre avec la persistance d'une certaine prudence des ménages sur fond de niveaux d'endettement élevés. L'investissement résidentiel devrait reculer encore par rapport aux sommets historiques atteints précédemment (Graphique 28), compte tenu d'un repli de l'activité dans la construction neuve qui vient corriger la surconstruction observée antérieurement (Graphique 29), ce qui aidera à placer le secteur du logement sur une trajectoire plus viable. Les hausses récentes des taux hypothécaires fixes exerceront également un certain effet modérateur. Bien que la Banque s'attende à ce que, au cours de la période de projection, la prudence dont font preuve les ménages continue d'avoir pour effet de brider leurs dépenses, il est possible que, les conditions d'emprunt restant très avantageuses, ces dépenses prennent un nouvel élan. Le rebond du marché du logement du dernier trimestre, dont rendent compte les

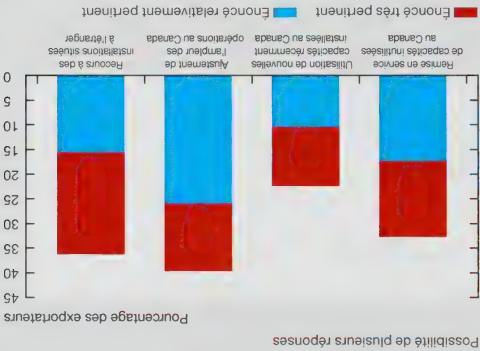


## La capacité de réponse des exportateurs canadiens à une hausse de la demande étrangère

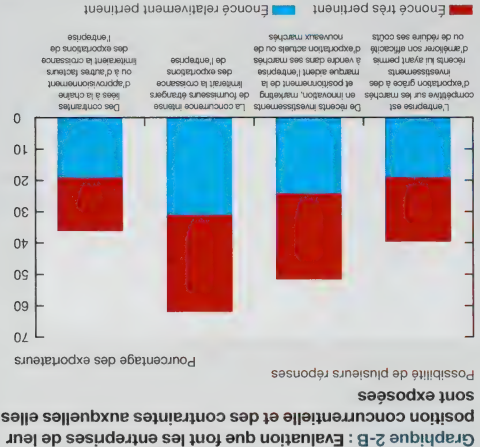
Les résultats des consultations menées auprès des entreprises des secteurs du bois d'œuvre et de l'automobile, qui jouent traditionnellement un rôle important dans la tenue des exportations canadiennes, illustrent bien les influences qui s'exercent. De nombreux producteurs de bois d'œuvre ont pris des mesures en vue de se réduire et de remettre en service des installations inutilisées dans le but de disposer de capacités suffisantes pour répondre à des hausses de la demande étrangère et intérieure. Parallèlement,

(suite à la page suivante)

**Graphique 2-A : Les entreprises canadiennes pourraient faire face de plusieurs manières à une hausse inattendue de la demande étrangère**



SOURCE : enquête de la Banque du Canada sur les perspectives des entreprises (été 2013)



SOURCE : enquête de la Banque du Canada sur les perspectives des entreprises (été 2013)

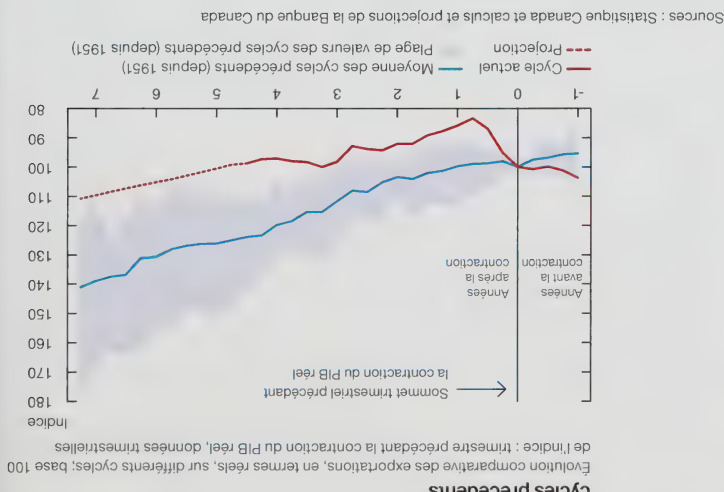
Dans le cadre de l'enquête sur les perspectives des entreprises, les bureaux régionaux de la Banque consultent chaque trimestre les firmes pour connaître leur opinion au sujet de l'évolution de l'activité économique au cours des douze mois à venir. Lors de l'enquête de cet été, ils ont interrogé les exportateurs sur les moyens par lesquels ils pourraient répondre à une hausse de la demande étrangère à l'égard de leurs produits et services. Environ les deux tiers d'entre eux ont indiqué avoir une certaine latitude pour y faire face à court terme grâce à une utilisation plus intensive de leur capacité de production au Canada. Ces entreprises évoquent surtout le fait qu'elles disposent d'une certaine flexibilité pour ajuster l'ampleur de leurs opérations (par l'embauche de travailleurs temporaires, le recours aux heures supplémentaires, l'achat de produits finis, la location d'installations de concurrents, etc.) ou qu'elles pourraient remettre en service des capacités inutilisées (Graphique 2-A). Un pourcentage relativement faible d'exportateurs ont signalé qu'ils avaient récemment renforcé leur capacité de production au Canada en prévision d'une augmentation soutenue de la demande étrangère. Dans les récentes enquêtes, des firmes ont fait état du report de certains projets d'immobilisations importants visant à accroître leur potentiel de production à long terme, vu l'incertitude qui subsiste quant à la demande étrangère. Un grand nombre d'entreprises ont par ailleurs déclaré qu'elles pourraient aussi au besoin mettre à contribution leurs installations à l'étranger.

Bien que la plupart des exportateurs se considèrent à même de réagir à une hausse de la demande à l'aide de leurs installations canadiennes, divers facteurs pèsent sur leurs perspectives d'exportation. Un certain nombre d'entre eux estiment que les investissements qu'ils ont récemment effectués afin d'améliorer leur accès aux marchés étrangers les ont rendus compétitifs à l'échelle mondiale (Graphique 2-B), alors que d'autres ont fait remarquer que la demande américaine se redresse au moment même où ils entreprennent les investissements nécessaires. Maintes entreprises évoquent de fortes pressions concurrentielles sur le marché des États-Unis, attribuables à l'existence de surcapacités au sud de la frontière et à la concurrence intense de sociétés étrangères autres qu'américaines. Dans bien des cas, des contraintes liées à la chaîne d'approvisionnement ou à d'autres facteurs entravent les possibilités d'expansion des ventes à l'extérieur du Canada.

1 Parmi la centaine d'entreprises ayant participé à cette enquête, cinquante-huit ont actuellement des activités d'exportation.



Graphique 26 : ... même si leur niveau demeure faible par rapport aux cycles précédents



compétitivité et aux contraintes de capacité qui, dans certains secteurs, limitent l'aptitude des exportateurs canadiens à répondre rapidement à une montée de la demande étrangère (Encadré 2).

Après avoir connu une nette reprise par rapport aux faibles niveaux enregistrés dans la foulée de la récession de 2008-2009, la progression des investissements fixes des entreprises a fléchi ces derniers trimestres sous l'effet des préoccupations entourant le dynamisme de la demande tant intérieure qu'étrangère et également en raison de problèmes touchant le secteur primaire. En conséquence, il est probable que le taux d'augmentation des investissements fixes des entreprises demeurera modéré à court terme, malgré la situation financière saine des firmes canadiennes dans leur ensemble, les conditions de crédit avantageuses, la vigueur du dollar canadien ainsi que l'incitation à améliorer la productivité dans un contexte où les entreprises sont confrontées à des pressions accrues pour devenir plus concurrentielles. La Banque prévoit que le rythme d'expansion des investissements fixes des entreprises se renforcera pendant la période de projection, à mesure que la reprise des exportations canadiennes s'enracinera plus fermement et donnera lieu à une confiance accrue au sujet des perspectives de la demande mondiale.

Au premier trimestre de 2013, les dépenses des ménages n'ont pas réussi à fournir un apport notable à la croissance du PIB réel pour la première fois depuis le début de 2009, la consommation n'ayant augmenté que modestément et l'investissement résidentiel ayant reculé pour le troisième trimestre d'affilée. Cette évolution s'inscrit dans le fil d'une tendance récente selon laquelle les dépenses des ménages progressent plus lentement et qui, combinée aux révisions à la baisse du ratio de la dette au revenu et aux révisions à la hausse du taux d'épargne (Graphique 27), semble indiquer une prudence accrue de la part des ménages.

La Banque prévoit que la consommation croîtra à un rythme modéré, légèrement supérieur au taux de croissance du revenu disponible. Le taux d'épargne devrait néanmoins rester largement au-dessus du niveau moyen

La Banque prévoit que le rythme d'expansion des investissements fixes des entreprises se renforcera.

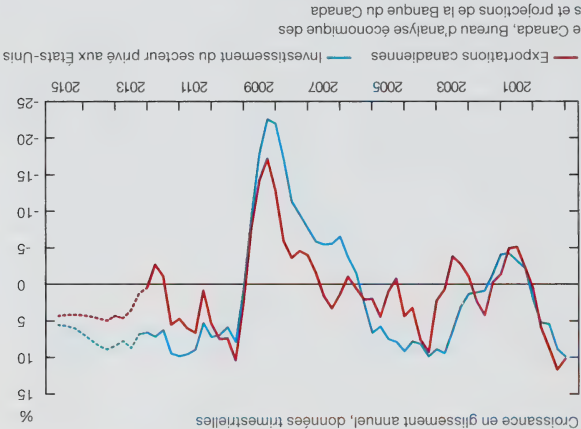
La consommation devrait croître à un rythme modéré.

Tableau 3 : Résumé des projections relatives à l'économie canadienne<sup>a</sup>

	2012				2013				2014				2015			
	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3
PIB réel (taux de variation trimestriel annualisé)	0,9	2,5	2,5	1,0	3,8	2,5	2,7	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,5	2,4	2,2	2,1
PIB réel (taux de variation en glissement annuel)	1,0	1,4	1,3	2,1	2,4	2,5	2,9	2,7	2,8	2,8	2,8	2,8	2,7	2,6	2,5	2,4
Indice de référence (taux de variation en glissement annuel)	(1,1)	(1,2)	(1,2)	(1,6)	(2,1)	(2,5)	(2,8)	(2,9)	(2,9)	(2,9)	(2,9)	(2,9)	(2,8)	(2,6)	(2,4)	(2,1)
IPC global (taux de variation en glissement annuel)	1,2	1,3	1,1	1,3	1,6	1,7	1,8	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	2,0	2,0	2,0	2,0
IPC global (taux de variation en glissement annuel)	1,0	0,9	0,7	1,1	1,4	1,4	1,6	1,8	1,9	1,9	1,9	1,9	2,0	2,0	2,0	2,0
modifications d'autres impôts indirects (taux de variation en glissement annuel)	(1,0)	(0,9)	(0,9)	(1,2)	(1,6)	(1,6)	(1,7)	(1,9)	(1,9)	(1,9)	(1,9)	(1,9)	2,0	2,0	2,0	2,0
IPC global hors effet de la TVH et des modifications d'autres impôts indirects (taux de variation en glissement annuel)	0,8	0,8	0,8	0,8	1,2	1,5	1,5	1,6	1,8	1,9	1,9	1,9	2,0	2,0	2,0	2,0
WTI <sup>b</sup> (niveau)	88	94	94	103	103	100	97	94	93	91	90	88	87	86	86	86
Brent <sup>b</sup> (niveau)	110	113	113	103	106	103	102	102	100	99	98	96	95	94	94	94

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés des projections présentées dans la livraison d'avril 2013 du Rapport sur la politique monétaire.  
b. Les hypothèses relatives aux cours des pétroles bruts West Texas Intermedate et Brent (en \$-U, le baril) se fondent sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines terminée le 12 juillet 2013.

Graphique 25 : Les exportations canadiennes devraient croître à un rythme solide...



Sources : Statistique Canada, Bureau d'analyse économique des États-Unis et calculs et projections de la Banque du Canada

L'investissement résidentiel aux États-Unis devrait être particulièrement bénéfique aux secteurs d'exportation qui jusqu'ici accusaient un retard, notamment ceux des machines et matériel et du bois d'œuvre (Graphique 25). La diversification du commerce extérieur du Canada en direction des économies connaissant un essor rapide devrait aussi aider le pays à améliorer ses résultats au chapitre des exportations<sup>7</sup>. Cependant, malgré les perspectives de croissance solide, le niveau des exportations ne devrait pas revenir à son sommet antérieur à la récession avant le second semestre de 2014 (Graphique 26). Cela tient non seulement à la lenteur qui caractérise la reprise mondiale, mais également aux défis qui subsistent sur le plan de la

7 D'après les résultats du sondage sur l'indice de confiance commerciale réalisé au printemps 2013 par l'Exportation et développement Canada, un tiers des entreprises affirmait avoir commencé à exporter vers de nouveaux marchés depuis deux ans, et la moitié environ comptait prendre de l'expansion dans les prochains mois, en s'attachant à développer des marchés en croissance.

Tableau 2 : Contribution à la croissance annuelle moyenne du PIB réel

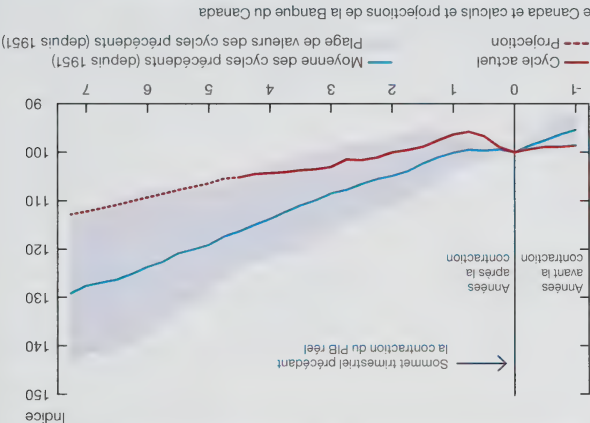
En points de pourcentage<sup>a</sup>

	2012	2013	2014	2015
Consommation	1,1 (1,2)	1,0 (1,2)	1,4 (1,3)	1,5 (1,4)
Logement	0,4 (0,4)	-0,1 (-0,2)	-0,1 (-0,1)	0,0 (0,0)
Administrations publiques	0,3 (-0,1)	0,3 (0,1)	0,0 (0,1)	0,1 (0,1)
Investissements fixes des entreprises	0,6 (0,6)	0,2 (0,4)	0,6 (0,8)	0,9 (0,8)
Total partiel : demande intérieure finale	2,3 (2,1)	1,4 (1,5)	1,9 (2,1)	2,5 (2,3)
Exportations	0,4 (0,5)	0,8 (0,7)	1,4 (1,5)	1,3 (1,4)
Importations	-1,0 (-1,0)	-0,2 (-0,6)	-0,8 (-1,0)	-1,1 (-1,0)
Total partiel : exportations nettes	-0,6 (-0,5)	0,6 (0,1)	0,6 (0,5)	0,2 (0,4)
Stocks	0,0 (0,3)	-0,2 (-0,1)	0,2 (0,2)	0,0 (0,0)
PIB	1,7 (1,8)	1,8 (1,5)	2,7 (2,8)	2,7 (2,7)
Pour mémoire :				
Production potentielle	2,0 (2,0)	2,1 (2,1)	2,2 (2,2)	2,1 (2,1)
Revenu intérieur brut réel	1,5 (1,5)	1,8 (1,9)	2,8 (2,6)	3,0 (2,8)

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés des projections présentées dans la livraison d'avril 2013 du Rapport sur la politique monétaire. Les données relatives à la production potentielle proviennent de l'Encadré 2 de la livraison d'octobre 2012 du Rapport.

Graphique 24 : ... mais le niveau d'activité demeure relativement modeste pour ce stade-ci du cycle économique

Evolution comparative du PIB réel sur différents cycles; base 100 de l'indice : trimestre précédant la contraction du PIB réel, données trimestrielles



Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

► L'économie canadienne devrait se remettre à tourner à plein régime vers le milieu de 2015.

► La Banque s'attend à ce que les exportations continuent de croître à un rythme solide.

Ainsi qu'il a été indiqué précédemment, la croissance économique au pays devrait être volatile à court terme. Elle devrait s'élever graduellement, passant d'un taux moyen de 2,4 % aux deuxième et troisième trimestres de 2013 à 2,8 % au second trimestre de 2014 (Tableau 3). Compte tenu de cette projection relative au PIB réel, l'économie canadienne devrait se remettre à tourner à plein régime vers le milieu de 2015, conformément à ce qu'on envisageait en avril. La Banque s'attend à ce que les exportations, qui avaient nettement augmenté au premier trimestre, continuent de croître à un rythme solide. La poursuite du redressement des investissements des entreprises et de

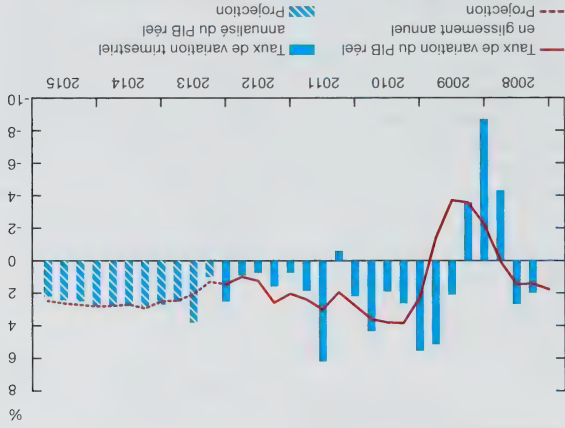
À l'inverse, le pourcentage d'entreprises ayant déclaré, dans le cadre de la même enquête, qu'elles auraient du mal à faire face à une hausse inattendue de la demande a augmenté pour se situer autour de sa moyenne historique, ce qui semble indiquer la présence au sein de l'économie d'une marge limitée de capacités inutilisées. Cette évolution concorde avec la faible expansion des stocks de capital ces derniers trimestres et avec les résultats de l'enquête selon lesquels l'incertitude continue d'influer sur les décisions d'investissement de nombreuses firmes. À mesure que la confiance des entreprises s'améliorera face aux signes d'un raffermissement de la demande, la capacité physique devrait s'accroître à un rythme plus vif. Ces investissements contribueront à la reconstruction du potentiel de production de l'économie canadienne en soutenant une augmentation plus marquée de la productivité et en aidant à réduire les contraintes de capacité dans certains secteurs.

Compte tenu du large éventail des indicateurs des pressions sur la capacité de production, ainsi que de la nature temporaire des facteurs agissant sur l'activité à court terme, la Banque est d'avis que l'économie tournerait à environ 1 1/4 % en deçà de son plein potentiel au deuxième trimestre de 2013, ce qui correspond à une marge de ressources inutilisées similaire à celle prévue dans le *Rapport d'avril*.

## L'économie réelle

La Banque continue de prévoir que la vigueur sous-jacente de l'économie canadienne s'améliorera jusqu'au milieu de 2014 à la faveur de l'accroissement de la demande extérieure et du raffermissement de la confiance des entreprises (Graphique 23 et Tableau 2). Néanmoins, la lenteur de la reprise de la demande aux États-Unis et dans le monde continue de faire souffrir un fort vent contraire sur l'économie du Canada, en particulier dans le contexte actuel de compression accrue des dépenses des ménages et des administrations publiques. Par conséquent, comme dans le *Rapport d'avril*, la Banque estime que le profil d'évolution du PIB réel au Canada restera relativement modeste pour ce stade-ci du cycle économique (Graphique 24).

Graphique 23 : La croissance du PIB réel devrait augmenter jusqu'au milieu de 2014...



Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

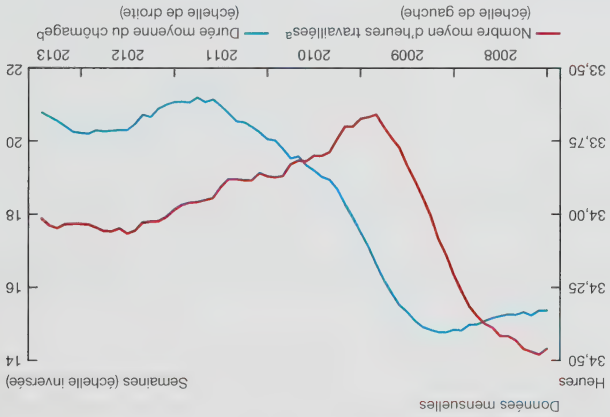
- La Banque est d'avis que l'économie tournerait à environ 1 1/4 % en deçà de son plein potentiel au deuxième trimestre de 2013.
- La vigueur sous-jacente de l'économie canadienne devrait s'améliorer.



de pénuries de main-d'œuvre.

chômage demeurent à des niveaux élevés (Graphique 21). Les hausses de salaire sont restées modérées (Graphique 22), ce qui cadre avec la faiblesse observée du taux d'accroissement des prix dans le secteur des services. Malgré de solides gains au chapitre de l'emploi, le taux de chômage s'est maintenu un peu au-dessus de 7 %. Enfin, selon l'enquête sur les perspectives des entreprises menée par la Banque cet été, on relève peu d'indices

**Graphique 21 : Les données récentes sur le nombre moyen d'heures travaillées et la durée moyenne du chômage laissent entrevoir une offre excédentaire persistante**



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

**Graphique 22 : Les hausses récentes de salaire ont été modérées**



Sources : Statistique Canada et Ressources humaines et Développement des compétences Canada

Dernières observations : 2013T1 et 2013T2



► Dans l'ensemble, les indicateurs du marché du travail laissent entrevoir une plus grande marge de ressources inutilisées.

On s'attend à ce que la croissance du PIB réel ait nettement ralenti au deuxième trimestre, pour avoisiner 1,0 %. Ce ralentissement tient principalement aux effets négatifs immédiats, sur l'activité économique, des inondations catastrophiques survenues en Alberta et de la grève ayant touché le secteur de la construction partout au Québec à la fin de juin (Encadré 1). Comme l'activité perdue devrait être en grande partie récupérée au troisième trimestre, la Banque fera abstraction de la volatilité provoquée par ces facteurs temporaires au moment d'évaluer la marge de capacités excédentaires au sein de l'économie canadienne.

Dans l'ensemble, les indicateurs du marché du travail laissent entrevoir une marge de ressources inutilisées plus grande que l'écart de production mesuré par la Banque. Le nombre moyen d'heures travaillées reste sensiblement inférieur à sa tendance, alors que le pourcentage de travailleurs occupés involontairement en emploi à temps partiel et la durée moyenne du

Encadré 1

## Les répercussions économiques à court terme des récentes inondations dans le sud de l'Alberta et de la grève des travailleurs de la construction au Québec

L'économie canadienne a subi les contrecoups de plusieurs événements inhabituels ces dernières semaines : inondations catastrophiques dans le sud de l'Alberta, grève des travailleurs de la construction à l'échelle du Québec, tragédie à Lac-Mégantic et graves inondations à Toronto. Les deux premiers événements devraient avoir des conséquences notables à court terme sur l'activité économique au pays. La durée et l'ampleur de l'incidence de ces chocs sur l'économie sont entourées d'une grande incertitude, de même que leurs suites; les estimations approximatives présentées ci-dessous sont donc fondées sur un certain nombre d'hypothèses. De plus, ces événements devraient avoir pour effet d'accroître la volatilité des indicateurs économiques au cours des prochains trimestres, ce qui compliquera l'analyse des tendances de fond.

Les inondations qui ont dévasté une partie de l'Alberta, fin juin, ayant frappé tous les secteurs économiques de la province, la catastrophe devrait avoir sur la croissance du PIB réel une incidence considérable, dont l'ampleur est très difficile à établir précisément. La Banque postule que le recul de l'activité de la région au cours des dix derniers jours de juin a soustrait quelque 0,7 point de pourcentage à la croissance du PIB réel au second trimestre. Après ces graves perturbations, l'activité économique devrait se redresser, avec la remise en route partielle de la production et l'amorce des travaux de reconstruction. La Banque prévoit qu'il en résultera une hausse de la croissance d'approximativement 1,0 point de pourcentage au troisième trimestre.

La grève des travailleurs de la construction au Québec, qui a commencé le 17 juin, a touché tous les secteurs de l'industrie. Dans ceux de la construction résidentielle et des travaux routiers, une entente de principe a été conclue

après une semaine de grève, alors que dans les autres, les ouvriers n'ont repris le travail que le 2 juillet, par suite de l'adoption par le gouvernement provincial d'une loi spéciale mettant fin au conflit. Comme l'industrie québécoise de la construction représente environ 1,4 % de l'économie canadienne, la Banque juge important l'effet de la grève sur l'activité économique. Elle estime que le conflit a retranché au total quelque 0,6 point de pourcentage de la croissance du PIB réel au deuxième trimestre et que celle-ci bénéficiera d'un effet de rebond d'environ 0,8 point de pourcentage au troisième trimestre.

La Banque estime que ces événements ont fait directement diminuer la croissance (exprimée en rythme annuel) d'environ 1,3 point de pourcentage au deuxième trimestre (Tableau 1-A). Étant donné la nature temporaire de ces chocs, ainsi que la nécessité de reconstruire ou de réparer les infrastructures endommagées dans les zones inondées de l'Alberta, on s'attend à un gain de croissance du PIB réel de 1,8 point de pourcentage au troisième trimestre.

**Tableau 1-A : Incidence estimative sur la croissance du PIB réel**

Variation trimestrielle annualisée en points de pourcentage

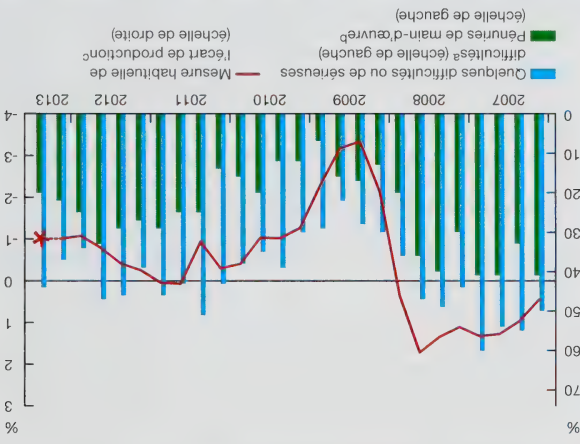
	2 <sup>e</sup> trimestre de 2013	3 <sup>e</sup> trimestre de 2013
Inondations dans le sud de l'Alberta	-0,7	+1,0
Grève des travailleurs de la construction au Québec	-0,6	+0,8
<b>Total</b>	<b>-1,3</b>	<b>+1,8</b>

# L'estimation des pressions sur la capacité de l'économie

Une marge de capacités excédentaires notable subsiste au sein de l'économie canadienne. Comme prévu, la croissance du PIB réel s'est accentuée au premier trimestre de 2013, après avoir accusé de la faiblesse tout au long de 2012. À 2,5 % (en taux annuel), la croissance a été plus vigoureuse qu'estimé dans le *Rapport* d'avril, dépassant le rythme d'expansion estimatif de la production potentielle de l'économie pour la première fois en six trimestres.

La croissance au premier trimestre a été alimentée par un redressement marqué des exportations, attribuable au renforcement de la demande privée aux États-Unis ces derniers trimestres et à la disparition des perturbations temporaires qui avaient freiné l'activité dans les secteurs de l'énergie et des mines au second semestre de 2012. Parallèlement, la plupart des grandes composantes de la demande intérieure finale n'ont que quelques peu progressé. Du fait de la croissance plus vigoureuse de l'économie canadienne au premier trimestre, ainsi que de modestes révisions à la hausse sur la période 2008-2012, le niveau du PIB réel au premier trimestre était de 0,5 % plus élevé qu'escamoté dans le dernier *Rapport*. En conséquence, selon la mesure dont se sert habituellement la Banque, l'écart de production pour le premier trimestre est maintenant estimé à 1,0 %, soit un peu moins que le chiffre de 1,2 % avancé en avril (Graphique 20).

Graphique 20 : L'économie canadienne continue d'afficher une marge de capacités excédentaires notable



a. Réponses à la question relative aux pressions sur la capacité de production, dans l'enquête sur les perspectives des entreprises. Pourcentage des entreprises ayant indiqué qu'elles auraient quelques difficultés ou de sérieuses difficultés à répondre à une hausse inattendue de la demande ou des ventes. b. Réponses à la question relative aux pénuries de main-d'œuvre, dans l'enquête citée précédemment. Pourcentage des entreprises ayant déclaré souffrir d'une pénurie de main-d'œuvre qui restreint leur capacité de répondre à la demande. c. Différence entre la production observée et la production potentielle estimée selon la mesure qu'utilise habituellement la Banque du Canada. La valeur estimée de l'écart pour le deuxième trimestre de 2013 (indiquée par l'étoile) se fonde sur une augmentation prévue de la production de 2,3 % (en rythme annuel) pour ce trimestre, ce qui exclut l'incidence de facteurs temporaires.

Sources : Banque du Canada  
Dernière observation : 2013T2

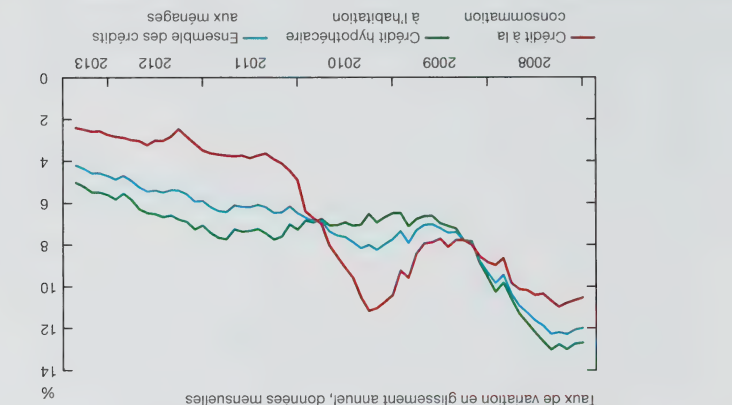
fait suite à une expansion très rapide dans les derniers mois de 2012, laquelle a été stimulée par le refinancement des emprunts à de bas taux d'intérêt. Les besoins de financement des firmes sont demeurés relativement modestes ces derniers trimestres, compte tenu de la faible croissance des investissements fixes et des niveaux de trésorerie relativement élevés des entreprises non financières.

La croissance de l'ensemble des crédits aux ménages a continué de ralentir.

Les coûts d'emprunt des ménages restent très bas (Graphique 16), bien que certaines banques aient récemment annoncé des majorations des taux hypothécaires fixes parallèlement à la hausse générale des taux d'intérêt du marché. La croissance de l'ensemble des crédits aux ménages a continué de ralentir depuis la publication du *Rapport d'avril*, pour se situer bien en deçà de sa moyenne historique (Graphique 18 et Graphique 19), et le ratio de la dette des changements apportés aux règles de l'assurance hypothécaire et du durcissement des lignes directrices en matière de souscription de prêts hypothécaires, la meilleure appréciation, de la part des consommateurs, des risques associés à un niveau d'endettement élevé ainsi que les rappels au sujet de la normalisation future des taux d'intérêt ont tous concouru à cette tendance à la baisse. Les récentes révisions des données confirment que ces facteurs ont influé de façon continue sur le comportement des ménages au cours des derniers trimestres, le ratio de la dette au revenu ayant été révisé à la baisse. La Banque s'attend à ce que le ratio de la dette au revenu disponible des ménages demeure stable ou se replie durant la période de projection.

Par suite notamment de la disparition de facteurs temporaires, l'expansion des agrégats monétaires au sens étroit a ralenti par rapport à la cadence très rapide enregistrée au premier trimestre de l'année. L'accroissement des agrégats monétaires au sens large s'est également modéré, en raison principalement de la contribution de la masse monétaire au sens étroit. La tendance générale de la masse monétaire au sens large continue de cadrer avec la projection de la Banque concernant l'inflation.

**Graphique 19 : Le taux d'accroissement tendanciel des crédits aux ménages a continué de fléchir**



Web de la Banque). Les résultats de ces deux enquêtes donnent à penser qu'à la mi-juin, les conditions du crédit avaient globalement peu varié depuis l'automne passé, après une période d'assouplissement quasi ininterrompue depuis la fin de 2009 (Graphique 17). Dans ce contexte, la croissance de l'ensemble des crédits aux entreprises s'est modérée tout au long des cinq premiers mois de 2013 pour s'établir à un taux avoisinant sa moyenne historique (Graphique 18). Cette modération

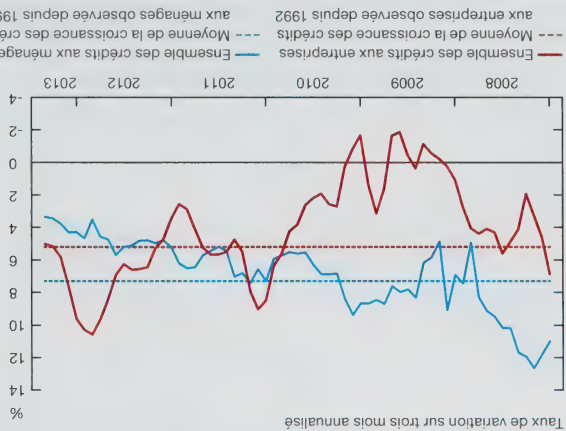
**Graphique 17 : Les conditions du crédit n'ont guère changé ces derniers trimestres pour les entreprises canadiennes**



a. Différence entre le pourcentage pondéré des institutions financières qui font état d'un resserrement et le pourcentage pondéré de celles qui signalent un assouplissement  
b. Différence entre le pourcentage des entreprises qui font état d'un resserrement et le pourcentage de celles qui signalent un assouplissement

Source : Banque du Canada

**Graphique 18 : Tandis que la croissance des crédits aux entreprises s'est modérée pour s'établir à sa moyenne historique, celle des crédits aux ménages se situe bien en deçà de la moyenne**



Source : Banque du Canada

Dernière observation : mai 2013



qu'«scompté», la Banque entrevoit une conjoncture extérieure un peu plus difficile durant la période de projection qu'elle ne l'avait anticipé auparavant. Ce changement tient à une légère diminution des attentes quant à la croissance de l'économie mondiale, qui donne lieu à un profil d'évolution plus faible des prix des produits de base.

Compte tenu de tous les risques pesant sur les perspectives, la Banque juge que la projection est équilibrée.

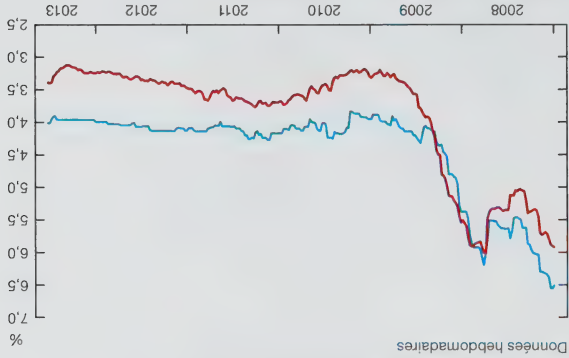
## Les conditions financières

Les conditions financières au Canada demeurent expansionnistes, à la faveur de la détente monétaire considérable en place actuellement (Graphique 16). Depuis la parution du *Rapport* d'avril, les marchés financiers canadiens ont néanmoins affiché une volatilité accrue, liée à l'évolution des marchés mondiaux.

Comme dans les autres économies avancées, les rendements des obligations d'État ont progressé au Canada, renversant ainsi le mouvement de déclin amorcé au début de l'année (Graphique 3). Les rendements des obligations des sociétés ont également augmenté, de même que la volatilité des écarts de crédit. Quoi qu'il en soit, les rendements des obligations canadiennes restent bas par rapport aux niveaux passés, du fait notamment de la forte demande extérieure de titres à revenu fixe du Canada. Les actions canadiennes ont continué d'afficher un rendement inférieur à celui des actions de la plupart des autres économies avancées (Graphique 4), en raison surtout de l'exposition relativement élevée du marché canadien à l'évolution des prix des produits de base.

Malgré la volatilité observée dernièrement sur les marchés de capitaux, les conditions générales du crédit aux firmes canadiennes restent favorables, comme en témoignent les réponses recueillies dans le cadre des plus récentes enquêtes menées par la Banque sur les perspectives des entreprises et auprès de responsables du crédit (voir, dans les deux cas, la rubrique « Périodiques », sous « Publications et recherches », dans le site

**Graphique 16 : Les coûts d'emprunt des entreprises et des ménages demeurent à des niveaux très favorables**



Données hebdomadaires

— Taux d'intérêt effectif pour les entreprises  
— Taux d'intérêt effectif pour les ménages

Nota : Pour de plus amples renseignements sur ces séries, consulter le site

<http://credit.banqueducanada.ca/conditionsfinancieres>.

Source : calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 12 juillet 2013



# L'économie canadienne

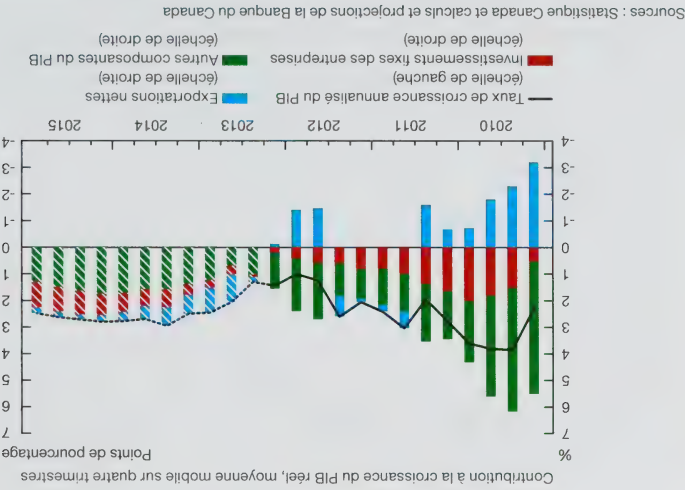
La Banque s'attend à ce que l'économie canadienne progresse à un rythme modéré jusqu'à la fin de 2015. La croissance sera volatile à court terme en raison de facteurs temporaires inhabituels, mais on entrevoit un renforcement de la vigueur sous-jacente de l'économie jusqu'en 2014. On anticipe que, après avoir nettement augmenté au premier trimestre de 2013, les exportations continueront de se redresser, ce qui devrait stimuler la confiance et favoriser une expansion de plus en plus solide des investissements fixes des entreprises (Graphique 15). L'économie sera également soutenue par la poursuite de la croissance des dépenses de consommation, alors que l'investissement résidentiel devrait connaître encore de modestes reculs. On prévoit que la croissance du PIB réel sera suffisante pour que la marge de nomie soit résorbée vers le milieu de 2015, ce qui contribuera à ce que l'inflation mesurée par l'IPC global et l'inflation mesurée par l'indice de référence remontent graduellement à 2 % d'ici là.

Les perspectives concernant la croissance et l'inflation au Canada ont peu changé comparativement à celles présentées dans le *Rapport d'avril*. Bien que l'expansion du PIB réel au premier trimestre de 2013 ait été plus forte

La Banque s'attend à ce que l'économie canadienne progresse à un rythme modéré jusqu'à la fin de 2015.

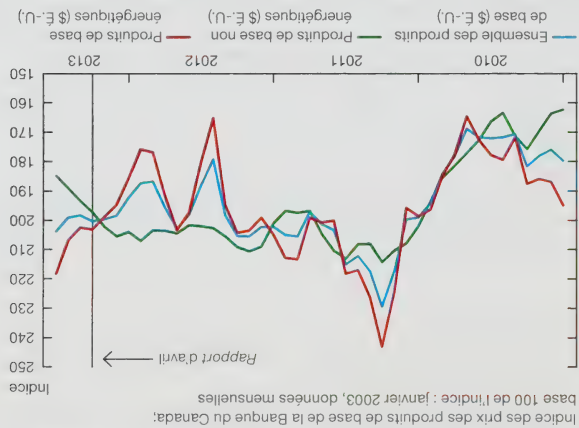
Les perspectives concernant la croissance et l'inflation au Canada ont peu changé.

**Graphique 15 : Les investissements fixes des entreprises et les exportations nettes devraient se raffermir**



Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

**Graphique 13 : Les prix de l'énergie ont augmenté récemment, tandis que les cours des produits de base non énergétiques ont diminué**

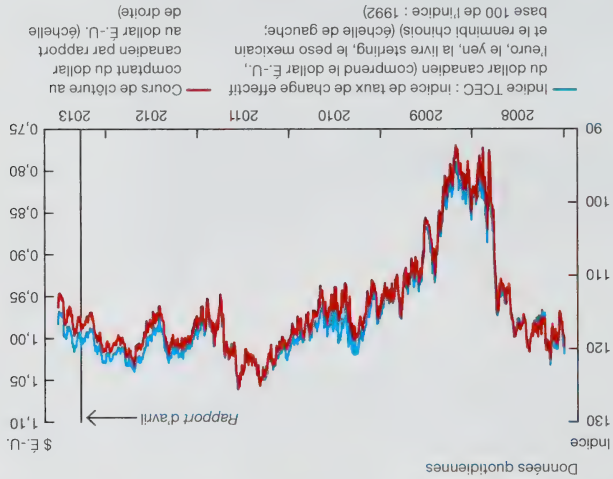


Dernière observation : 12 juillet 2013

## Le dollar canadien

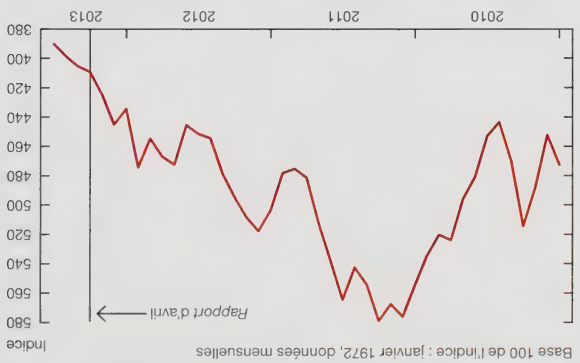
La valeur du dollar canadien s'est située en moyenne à environ 96 cents  $\text{C.-U.}$  depuis la date d'annonce préalable de mai, comparativement au niveau de 98 cents  $\text{C.-U.}$  postulé en avril (Graphique 14). Il est d'usage pour la Banque de considérer que le dollar canadien se maintiendra à son niveau récent, soit 96 cents  $\text{C.-U.}$  en l'occurrence, durant la période projetée.

**Graphique 14 : Le dollar canadien s'est déprécié depuis l'automne 2012**



Dernière observation : 12 juillet 2013

**Graphique 12 : Les prix des métaux communs affichent une tendance à la baisse depuis 2011**



Nota : Les valeurs pour juillet 2013 sont des estimations fondées sur la moyenne des cours quotidiens au comptant observés jusqu'au 12 juillet 2013.

Source : Banque du Canada

## Les implications pour l'économie canadienne

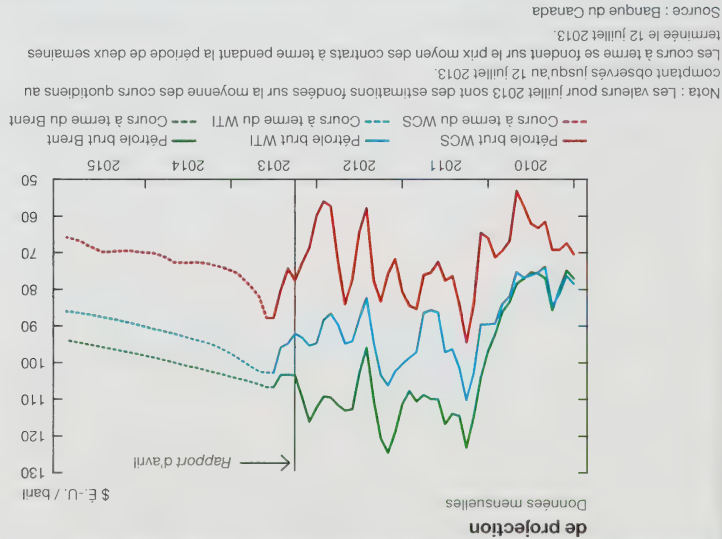
La mesure de l'activité étrangère de la Banque, qui reflète la composition de la demande extérieure visant les exportations du Canada hors produits de base, montre une inversion de seulement 75 % environ du recul enregistré durant la récession de 2008-2009, ce qui tient surtout au niveau d'activité accru, mais encore faible, observé dans le secteur de la construction résidentielle aux États-Unis. Au cours de la période de projection, cette mesure devrait toutefois progresser à un rythme solide, soit de près de 5,5 % en moyenne par année. Cette évolution s'explique par de fortes hausses des investissements des entreprises et de l'investissement résidentiel aux États-Unis dans un contexte d'amélioration continue de la confiance des ménages et des entreprises. La mesure de l'activité étrangère devrait retourner à son niveau d'avant la récession au début de 2014.

L'indice des prix des produits de base (IIPB) de la Banque du Canada a légèrement augmenté depuis la publication du *Rapport d'avril*, en raison du renchérissement du pétrole brut (Graphique 13). L'IIPB devrait rester relativement stable jusqu'à la fin de 2015, les effets du repli des cours du pétrole devant être compensés par un relèvement graduel des prix des produits de base non énergétiques, dont le bois d'œuvre et, plus tard, les métaux communs. Par conséquent, compte tenu du profil d'évolution projeté des prix des produits de base, ceux-ci ne devraient pas apporter un soutien supplémentaire important aux termes de l'échange du Canada durant la période de projection. Les cours du pétrole demeurent néanmoins à des niveaux historiquement élevés et devraient soutenir les investissements des entreprises canadiennes dans les années à venir.

La mesure de l'activité étrangère devrait progresser à un rythme solide.

Dans l'ensemble, les prix des produits de base devraient rester relativement stables jusqu'à la fin de 2015.

Graphique 11 : Les cours du pétrole devraient reculer pendant la période



Les plus récentes courbes des cours à terme donnent à penser que les cours du pétrole brut vont reculer d'environ 11 % d'ici la fin de 2015, ce qui cadre avec une hausse de la production mondiale, une progression modeste de la demande et une diminution attendue de la prime de risque liée aux tensions au Moyen-Orient (Graphique 11). L'écart entre les cours du Brent et du WTI devrait s'accroître quelque peu, et celui entre les prix du WTI et du WCS devrait aussi augmenter. On s'attend à ce que les prix du gaz naturel en Amérique du Nord grimpent aux environs de 4,30 dollars E.-U. par million de BTU d'ici la fin de 2015, en raison de la demande accrue pour la production d'électricité.

Les cours des produits non énergétiques ont chuté de 7 % depuis la parution de la dernière livraison du *Rapport*. Dans l'ensemble, ils devraient demeurer inchangés jusqu'au milieu de 2014, puis remonter graduellement sous l'effet de l'amélioration de la demande mondiale. En réponse à un ralentissement temporaire de la construction résidentielle aux États-Unis, à une baisse de la demande en Chine et à une forte hausse de la production en Amérique du Nord, les prix du bois d'œuvre ont plongé d'environ 22 %, annulant les gains enregistrés depuis octobre. Les prix devraient toutefois grimper durant la période de projection, grâce à la vigueur persistante de la construction résidentielle aux États-Unis. Par contre, les prix des métaux communs devraient fléchir à court terme, en raison du ralentissement de la demande (en particulier celle émanant de la Chine), de l'accroissement de la production et du niveau élevé des stocks (Graphique 12). Ces prix devraient ensuite augmenter légèrement à compter du milieu de 2014, soutenus en cela par un redressement de la demande mondiale.

**Graphique 10 : Des conditions favorables sur le marché du travail devraient concourir à la croissance de la consommation en Chine**



Nota : Le ratio demande de main-d'œuvre / offre de main-d'œuvre mesure le rapport entre les possibilités d'emploi et le nombre de demandeurs d'emplois recensés par les bureaux de placement de cent villes chinoises. Un ratio supérieur (inférieur) à 1 indique qu'il y a plus (moins) de possibilités d'emploi que de demandeurs d'emplois. Un ratio égal à 1 indique que le nombre de possibilités d'emploi est égal au nombre de demandeurs d'emplois.

Source : ministère des Ressources humaines et de la Sécurité sociale (Chine) Dernière observation : 2013T2

sorties de capitaux provoquées par la détérioration des perspectives concernant la croissance intérieure et la hausse des taux d'intérêt dans les économies avancées. À quelques exceptions près, les autorités monétaires de plusieurs pays émergents ont abaissé leur taux directeur et permis une certaine dépréciation des taux de change, en réaction à la modération du rythme de l'expansion économique. Des mesures de relance macroéconomiques, un raffermissement de la demande extérieure ainsi que des réformes structurelles (en particulier celles qui visent à réduire les goulets d'étranglement) devraient favoriser un redressement de la croissance durant la période projetée.

## Les cours des produits de base

Le ralentissement de la demande en Chine et dans d'autres économies émergentes, conjugué à un certain recul de la demande d'actifs à risque, a exercé des pressions à la baisse sur les prix de nombreux produits de base ces derniers mois, surtout ceux des métaux communs.

Les cours mondiaux du pétrole mesurés par les prix de référence du Brent se sont inscrits en légère hausse depuis avril, en réponse aux vives préoccupations liées au contexte géopolitique. Les cours du pétrole en Amérique du Nord ont cependant fortement augmenté, grâce à l'amélioration des capacités de transport et à un accroissement de la demande saisonnière qui ont contribué à réduire les stocks dans le Midwest américain. Par conséquent, l'écart entre les cours du pétrole brut Brent et ceux du West Texas Intermediat (WTI) s'est rétréci, s'établissant à quelque 3 dollars £.-U., soit le niveau le plus bas enregistré depuis plus de deux ans. Par ailleurs, l'écart entre les cours du WTI et du Western Canada Select (WCS) est retourné à un niveau plus normal d'environ 15 dollars £.-U., en baisse par rapport à une moyenne de 35 dollars £.-U. en janvier. Les prix du gaz naturel sont encore tributaires des conditions météorologiques et se sont repliés d'environ 14 %.

Les cours du pétrole en Amérique du Nord ont fortement augmenté, alors que les prix des autres produits de base ont chuté.



façon marquée. Ces évolutions ont contribué à une reprise rapide de l'activité économique, que la croissance du PIB réel s'étant raffermie pour atteindre 4,1 % au premier trimestre de 2013.

La croissance économique au Japon devrait demeurer robuste pour le reste de 2013, soit avoisiner 3 % en moyenne, et se modérer par la suite compte tenu de hausses de la taxe sur la valeur ajoutée. Toutefois, la volatilité récente des conditions financières fait ressortir les défis auxquels les autorités japonaises sont confrontées relativement à l'application de leur programme en trois volets. Les dirigeants ont indiqué clairement qu'en plus des mesures de politique monétaire, il était primordial de mettre en œuvre des réformes structurelles et budgétaires ambitieuses pour faire face aux enjeux liés au vieillissement de la population du pays et au niveau élevé de la dette publique.

## Les économies de marché émergentes

La croissance du PIB réel de la Chine a ralenti pour s'établir à 7,5 % en glissement annuel au deuxième trimestre de 2013. La décélération continue de l'économie chinoise s'explique en grande partie par l'affaiblissement de la demande étrangère et le ralentissement de la progression des dépenses d'investissement. En outre, les autorités ont récemment introduit de nouvelles mesures visant à restreindre tant la croissance du crédit que les activités dans le secteur bancaire parallèle<sup>5</sup>. Ces mesures ont contribué aux tensions récentes sur le marché interbancaire chinois.

Le taux d'accroissement du PIB réel de la Chine devrait diminuer encore un peu pour se situer à 7 1/4 % jusqu'à la fin de 2014, car la faible expansion des investissements publics dans les infrastructures, les capacités inutilisées dans certaines industries lourdes et les mesures destinées à réduire la croissance du crédit ont pour effet de ralentir davantage le rythme de progression des investissements. Un raffermissement graduel de la consommation, soutenu par des conditions solides sur le marché du travail et des réformes structurelles favorisant la consommation (Graphique 10), devrait permettre à la croissance de l'activité économique de se stabiliser aux environs de 7 1/2 % en 2015<sup>6</sup>. Les exportations nettes, bridées par l'appréciation continue du taux de change effectif réel du renminbi, ne contribueront que modestément à la croissance du PIB au cours de la période de projection. Comparativement au *Rapport* d'avril, la progression du PIB réel a été révisée à la baisse jusqu'à la fin de 2015, en raison du resserrement des conditions financières. Les efforts déployés pour maîtriser l'expansion du crédit, que les défis associés à la réorientation de l'activité vers une croissance tirée par la consommation font peser d'importants risques à la baisse sur la projection.

La progression du PIB réel d'autres pays émergents, tels que la Russie et l'Inde, a également ralenti au cours des derniers trimestres, en raison de contraintes structurelles et de la demande extérieure déprimée. De plus, compte tenu du fléchissement de la croissance économique, les pays émergents sont particulièrement vulnérables aux turbulences financières mondiales. En effet, les conditions du crédit se sont resserrées par suite des

5 La croissance du crédit, mesurée par le financement social total, ralenti, mais demeure élevée. En plus des prêts bancaires « traditionnels », le financement social total comprend un éventail d'autres formes de crédit telles que les prêts fiduciaires, les obligations de sociétés et le financement par actions.

6 Le gouvernement projette d'augmenter le revenu disponible des ménages en haussant le salaire minimum et en améliorant les filets de sécurité sociale comme les soins de santé et les prestations d'aide sociale.

► La progression du PIB réel d'autres pays émergents a ralenti.

► Le taux d'accroissement du PIB réel de la Chine devrait diminuer encore un peu pour se situer à 7 1/4 %.

**Graphique 9 : La fragmentation financière continue de nuire à la transmission**

Nota : Les données pour la Grèce ne comprennent que les prêts dont l'échéance est d'un an ou moins.

Source : Banque centrale européenne

Dernière observation : mai 2013

## Le Japon

Les autorités japonaises sont en train de mettre à exécution des réformes et des politiques ambitieuses destinées à stimuler les perspectives de croissance du pays et à mettre fin à la déflation. Le programme comporte trois volets (communément appelés les « trois flèches »), soit 1) l'adoption d'une cible d'inflation de 2 % par la Banque du Japon et un assouplissement monétaire quantitatif sans précédent permettant d'atteindre cet objectif d'ici deux ans environ; 2) la mise en place d'importants stimulants budgétaires à court terme, suivie d'un assainissement des finances publiques à compter du milieu de 2014; et 3) l'instauration de réformes structurelles afin de favoriser l'expansion à long terme. Les mesures de relance monétaire et budgétaire ont des effets positifs. Les cours des actions sont beaucoup plus élevés qu'en novembre, les taux d'intérêt réels à long terme sur les obligations de l'État japonais sont tombés sous zéro, le yen s'est déprécié de plus de 20 % par rapport au dollar E.-U. et la confiance s'est accrue de

4 L'établissement de l'union bancaire s'est avéré un processus difficile, qui est loin d'être terminé. De nouvelles mesures ont été prises en juin et en juillet, les ministres des finances de l'Union européenne s'étant entendus sur une orientation générale et la Commission européenne ayant élaboré une proposition qui vise l'instauration d'un mécanisme de résolution unique applicable aux banques de l'Union européenne. De plus, on a convenu de permettre au mécanisme européen de stabilité de recapitaliser directement les banques de la zone euro, mais seulement après que les déposants et les États concernés auront été mis à contribution. Ces mesures n'ont pas encore été adoptées par voie législative, mais si elles sont entières, elles aideraient à réduire les interactions défavorables entre les banques en difficulté et les pays souverains.

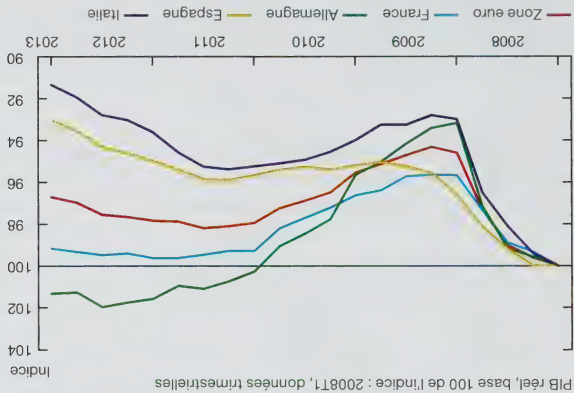
Grâce au raffermissement de la demande étrangère, les exportations devraient continuer de plus en plus à la croissance économique aux États-Unis. Les importations hors pétrole devraient également augmenter, en phase avec le renforcement de la demande intérieure, alors que les importations de pétrole d'outre-mer poursuivront leur baisse en raison de la hausse de la production intérieure.

La persistance de l'offre excédentaire sur les marchés du travail et des produits exerce une pression à la baisse sur l'indice de prix relatif aux dépenses de consommation des ménages excluant les aliments et l'énergie à diminué pour s'établir à 1,1 % ces derniers mois, ce qui représente un creux historique. Au cours de la période de projection, l'inflation aux États-Unis devrait remonter vers la cible de 2 %, l'offre excédentaire diminuant graduellement.

## La zone euro

Dans la zone euro, le PIB réel a reculé de 1,1 % au premier trimestre de 2013, du fait principalement de la faiblesse de l'investissement. La croissance est devenue légèrement positive en Allemagne, mais a été négative dans la plupart des autres pays, en raison de l'austérité budgétaire, des conditions du crédit tendues, du chômage extrêmement élevé et du bas niveau de la confiance (Graphique 8). Face à l'atonie persistante des conditions économiques et à l'inflation modérée, la Banque centrale européenne a abaissé son taux directeur de 25 points de base en mai et a par la suite indiqué qu'elle le maintiendrait à un bas niveau pendant une longue période. La fragmentation financière continue toutefois de nuire à la transmission de la politique monétaire, comme en témoigne l'écart entre les taux débiteurs dans les économies périphériques et les grandes économies (Graphique 9). Le niveau de l'activité économique dans la zone euro devrait se stabiliser cette année et une reprise graduelle devrait être observée en 2014. En 2015, la croissance devrait s'accroître quelque peu, grâce à la réduction de l'effet modérateur exercé par l'assainissement budgétaire et à une certaine amélioration des conditions du crédit.

**Graphique 8 : Le PIB réel recule dans la plupart des pays périphériques de la zone euro**



Sources : Eurostat et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2013T1

► Le niveau de l'activité économique dans la zone euro devrait se stabiliser cette année.

**Graphique 6 : Les ménages américains ont accompli des progrès considérables pour assainir leur situation financière**

Données trimestrielles



Nota : Le secteur des entreprises individuelles est pris en compte dans les calculs de la dette des ménages

aux États-Unis.

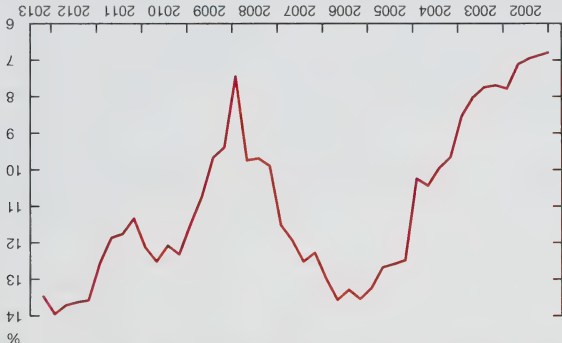
Sources : Réserve fédérale américaine

et Bureau d'analyse économique des États-Unis

Dernière observation : 2013T1

**Graphique 7 : La rentabilité des sociétés américaines est élevée**

Part des bénéfices des sociétés dans le PIB, données trimestrielles



Sources : Réserve fédérale américaine et calculs de la Banque du Canada

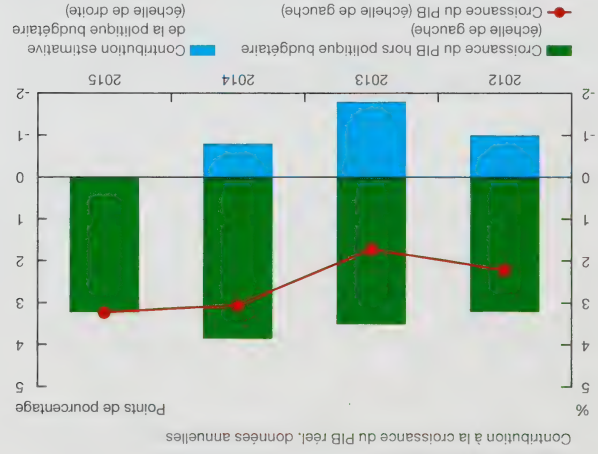
Dernière observation : 2013T1

La croissance des investissements des entreprises aux États-Unis devrait se redresser.

Les capacités excédentaires, conjuguées à l'incertitude entourant la demande future, ont pesé sur les dépenses d'investissement au cours des derniers trimestres. Toutefois, la croissance des investissements des entreprises devrait se redresser, à mesure que la confiance se rétablira et que les conditions générales de la demande s'amélioreront davantage. Le faible coût du capital observé actuellement et la situation financière solide des sociétés procureront un soutien additionnel (Graphique 7). L'expansion rapide dans le secteur américain de l'énergie continue à stimuler les dépenses d'infrastructure, et la baisse des cours de l'énergie qui en découle dynamisera l'activité économique aux États-Unis.



**Graphique 5 : L'assainissement budgétaire continue de brider la croissance du PIB des États-Unis**



Nota : La contribution de la politique budgétaire à la croissance traduit à la fois l'effet direct des mesures prises sur les dépenses publiques et leurs retombées indirectes sur les autres composantes de la demande globale.  
Sources : Bureau d'analyse économique des États-Unis et calculs et projections de la Banque du Canada

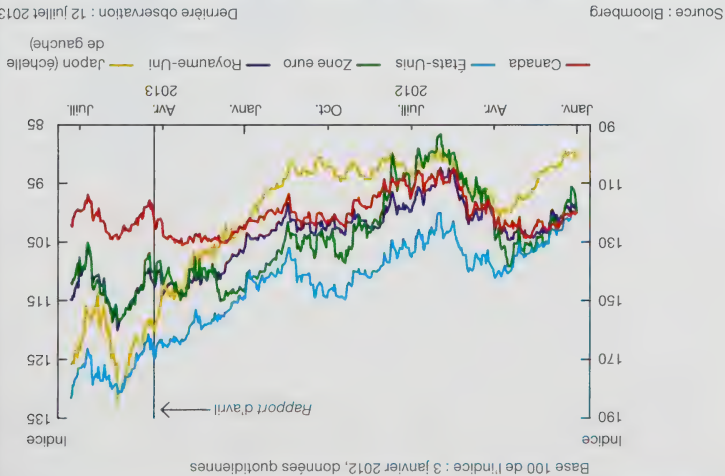
Par contre, la politique monétaire devrait demeurer très expansionniste. La Réserve fédérale américaine a indiqué qu'elle pourrait ralentir le rythme des achats d'actifs plus tard cette année et mettre fin à ceux-ci vers le milieu de 2014, dans la mesure où les perspectives de croissance économique et le marché du travail s'améliorent, comme elle s'y attend. Toutefois, comme on anticipe que le taux de chômage demeurera élevé, et les pressions inflationnistes, limitées, la plupart des membres du Comité de l'open market de la Réserve fédérale prévoient que le premier relèvement du taux directeur ne se produira pas avant 2015.

Selon les estimations, la croissance des dépenses de consommation a été modeste au deuxième trimestre de 2013, les ménages ayant dû s'adapter aux hausses d'impôt votées antérieurement. Par la suite, la consommation devrait progresser à une cadence plus solide, soutenue en cela par de nouveaux gains au chapitre de l'emploi et des salaires, un accès plus facile au crédit, une amélioration de la confiance, et l'accroissement notable de la valeur nette des ménages attribuable à la montée des cours des actions et des prix des maisons (Graphique 6). L'activité dans le secteur du logement progresse rapidement depuis plusieurs trimestres, mais elle se situe à des niveaux extrêmement bas. Elle devrait maintenir ce rythme grâce aux mêmes facteurs fondamentaux favorables mentionnés précédemment et à une reprise de la formation des ménages. L'effet de rétroaction positif entre le redémarrage de ce secteur et la croissance de la consommation devrait persister au cours de la période de projection. Compte tenu de cette dynamique et du degré de désendettement considérable des ménages qui a déjà eu lieu, le risque existe que la consommation et l'activité dans le secteur du logement dépassent les attentes. Si cela se produisait, l'effet sur la confiance des entreprises et l'investissement serait positif.

La consommation devrait progresser à une cadence plus solide.



Graphique 4 : Les cours des actions historiquement élevés



Les économies de marché émergentes ont été aux prises avec une hausse des sorties de capitaux.

## Les États-Unis

L'expansion économique aux États-Unis devrait s'enraciner plus fermement.

Les économies de marché émergentes ont été aux prises avec une hausse des sorties de capitaux en réaction aux perspectives de décélération de la croissance intérieure et au relèvement des taux d'intérêt dans les économies avancées. Résultat : les rendements obligataires dans les économies émergentes se sont accrus, les cours des actions ont reculé et les monnaies se sont dépréciées malgré les interventions de nombreuses banques centrales.

L'expansion économique aux États-Unis devrait s'enraciner plus fermement, les effets de l'assainissement budgétaire et de la réduction du levier d'en-dette des ménages se dissipant graduellement. La politique monétaire très expansionniste demeure déterminante dans le soutien de la reprise. La croissance du PIB réel des États-Unis s'est accélérée pour atteindre 1,8 % au premier trimestre, à la faveur d'une hausse modérée des dépenses de consommation et du dynamisme soutenu de la construction résidentielle. On estime que l'expansion économique est demeurée modeste au deuxième trimestre, mais elle devrait se renforcer progressivement jusqu'au milieu de 2014 et se stabiliser à environ 3 1/4 % par la suite. L'assainissement budgétaire continue de peser lourd sur la croissance du PIB des États-Unis (Graphique 5). Comme il était indiqué dans le Rapport d'avril, l'effet modérateur devrait se chiffrer à 1,8 point de pourcentage en 2013, à 0,8 point en 2014 et à zéro en 2015.

3 Il reste encore un certain nombre de questions d'ordre budgétaire à court terme à résoudre. Par exemple, la limite concernant le plafond de la dette (le montant maximal de la dette que le pays peut supporter à tout moment et qui est imposé par le Congrès américain) a été atteinte le 19 mai 2013. Le Trésor américain a introduit des mesures extraordinaires qui permettent au pays de continuer à honorer ses obligations financières jusqu'en octobre ou novembre, selon les estimations du Bureau du budget du Congrès. Dans sa projection, la Banque table sur l'hypothèse qu'une entente sera conclue et que les perturbations des activités du gouvernement américain seront minimales.

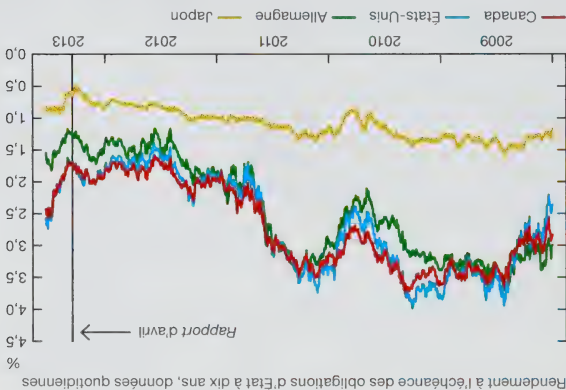
## La conjoncture financière mondiale

Les conditions financières mondiales restent très favorables. Même si les rendements de la plupart des obligations d'État ont fortement augmenté ces derniers mois, ils sont encore plutôt bas en regard du passé (Graphique 3). À mesure que la reprise de l'activité à l'échelle mondiale, tirée par l'économie des États-Unis, se poursuivra et que les risques à la baisse s'estomperont, une normalisation des taux d'intérêt sera à la fois nécessaire et souhaitable. Au cours de ce processus, on peut s'attendre à une certaine volatilité à court terme et à une surréaction temporaire.

Les rendements des obligations bien notées de sociétés américaines ont augmenté parallèlement à ceux des obligations d'État, mais ils continuent d'avoir une prime des creux historiques. D'autres actifs américains, notamment des titres de fiducies de placement immobilier, des obligations de sociétés à rendement élevé et des obligations municipales, ont enregistré des baisses de cours plus marquées. Les écarts de rendement relatifs aux obligations des États périphériques de la zone euro se sont également élargis ces dernières semaines<sup>1</sup>.

Les cours des actions se situent à des niveaux historiquement élevés dans un bon nombre d'économies avancées (Graphique 4). La variation du degré de confiance des investisseurs à l'égard de la mise en œuvre d'un programme de réforme à trois volets par les autorités japonaises a contribué à la volatilité récente de l'indice Nikkei. Toutefois, ce dernier est encore d'environ 60 % supérieur au niveau enregistré en novembre 2012, au moment où les attentes entourant la mise en place de politiques énergiques de relance ont commencé à s'effriter<sup>2</sup>.

**Graphique 3 : Même si les rendements des obligations d'État à long terme ont fortement augmenté ces derniers mois dans les grandes économies, ils sont encore plutôt bas**



Source : Reuters

Dernière observation : 12 juillet 2013

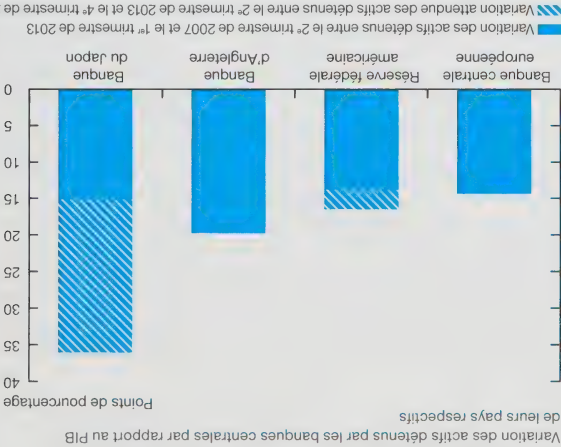
<sup>1</sup> Les écarts de rendement relatifs aux obligations d'État du Portugal se sont fortement accrues récemment, en raison de l'incertitude politique qui règne dans ce pays. Compte tenu des difficultés que éprouve la Grèce à respecter les modalités de son programme de financement, les écarts de rendement relatifs à ses obligations souveraines se sont également élargis dernièrement, mais ils demeurent inférieurs aux niveaux atteints au début de l'année.

<sup>2</sup> Dans un discours prononcé en novembre 2012, un mois avant d'être élu premier ministre du Japon, Shinzō Abe préconisait un assouplissement énergique de la politique monétaire et un accroissement des dépenses publiques afin de stimuler la croissance économique et de combattre la déflation. Bien que ces politiques aient été mises en œuvre seulement en 2013, le discours de novembre a provoqué un changement d'humeur sur les marchés financiers.

\* Les conditions financières mondiales restent très favorables.

Le rythme de progression de l'économie du globe devrait s'établir à 2,8 % en 2013, avant de grimper à 3,5 % en 2014 et à 3,7 % (Tableau 1). La projection de la Banque est un peu plus faible que celle présentée dans le *Rapport sur la politique monétaire* d'avril, en raison principalement d'une révision à la baisse de la croissance du PIB réel de la Chine et des autres économies de marché émergentes.

**Graphique 2 : Certaines banques centrales se sont engagées à procéder à un nouvel assouplissement monétaire substantiel en recourant à des mesures non traditionnelles**



Nota : La hausse attendue des actifs de la Réserve fédérale américaine repose sur la moyenne des prévisions du secteur privé, en supposant que le stock total des actifs ne changera pas après la fin du présent programme d'achat d'actifs. Pour le Japon, la variation attendue des actifs détenus se fonde sur la plus récente décision de politique monétaire annoncée par la banque centrale. En ce qui a trait à la Banque centrale européenne et à la Banque d'Angleterre, aucune augmentation d'actifs n'est prévue entre le deuxième trimestre de 2013 et le quatrième trimestre de 2015.

Sources : Banque centrale européenne et Eurostat; Réserve fédérale américaine et Bureau d'analyse économique des États-Unis; Banque d'Angleterre et Office for National Statistics (Royaume-Uni); Banque du Japon et Bureau du Cabinet (Japon); calculs de la Banque du Canada

**Tableau 1 : Projection relative à la croissance de l'économie mondiale**

Part du PIB mondial réel <sup>a</sup> (en pourcentage)	Croissance projetée <sup>b</sup> (en pourcentage)			
	2012	2013	2014	2015
États-Unis	19	2,2 (2,2)	1,7 (2,0)	3,1 (3,1)
Zone euro	14	-0,5 (-0,5)	-0,8 (-0,6)	0,8 (0,8)
Japon	6	1,9 (2,0)	1,9 (1,4)	1,3 (1,6)
Chine	15	7,8 (7,8)	7,4 (7,7)	7,3 (7,6)
Autres pays	47	3,1 (3,1)	2,9 (3,2)	3,6 (3,7)
Ensemble du monde	100	3,0 (3,0)	2,8 (3,0)	3,5 (3,6)

a. La part de chaque pays ou groupe de pays est calculée d'après les estimations du FMI des PIB mesurés en parité des pouvoirs d'achat pour 2012. Du fait que les chiffres sont arrondis, il se peut que la somme des pourcentages ne soit pas égale à 100.

b. Les chiffres entre parenthèses correspondent aux projections présentées dans la livraison d'avril 2013 du *Rapport sur la politique monétaire*.

Source : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*, avril 2013

Source : Banque du Canada

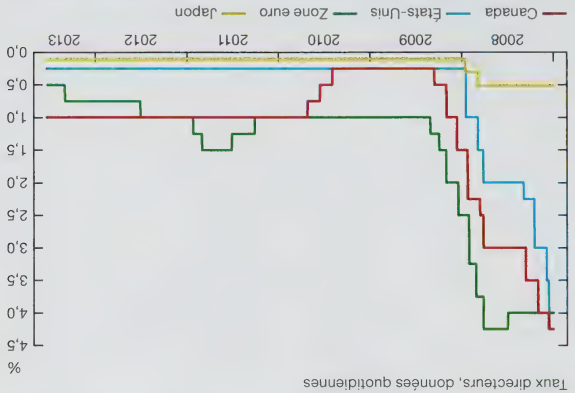
# L'économie mondiale

La croissance de l'économie mondiale demeure modeste.

La croissance de l'économie mondiale demeure modeste, quoique la cadence de l'activité varie beaucoup d'une grande économie à l'autre. Aux États-Unis, l'expansion se poursuit à un rythme modéré, le renforcement continu de la demande privée étant contrebalancé en partie par l'incidence de l'assainissement budgétaire. Au Japon, la détente budgétaire et monétaire contribue à un redressement rapide de la croissance économique. Dans la zone euro, par contre, l'activité reste anémique, en raison de l'austérité budgétaire, de la fragmentation de l'accès au crédit et du bas niveau de confiance. Même si elle est plus vigoureuse que dans les économies avancées, la croissance du PIB réel a ralenti en Chine et dans les autres économies émergentes, ce qui exerce une pression à la baisse sur les cours mondiaux des produits de base.

Les conditions financières mondiales demeurent très favorables, malgré une augmentation des rendements obligataires et le fait que, plus récemment, la demande de certains actifs à risque a diminué. La détente monétaire considérable reste en place aux États-Unis et dans les autres économies avancées, étant donné l'offre excédentaire substantielle et les pressions désinflationnistes qui persistent (Graphique 1 et Graphique 2).

**Graphique 1 : Les taux directeurs des économies avancées sont à des niveaux historiquement bas**



Nota : Le 5 octobre 2010, la Banque du Japon a adopté une fourchette dans laquelle son taux directeur peut varier de 0,0 à 0,1 %, au lieu de la cible de 0,1 % qu'elle visait jusque-là. La Réserve fédérale des États-Unis applique une fourchette cible qui va de 0,0 à 0,25 % depuis le 16 décembre 2008.

Sources : Banque du Canada, Réserve fédérale des États-Unis, Banque centrale européenne et Banque du Japon

Dernière observation : 12 juillet 2013





# Table des matières

L'économie mondiale.....	1
La conjoncture financière mondiale.....	3
Les États-Unis.....	4
La zone euro.....	7
Le Japon.....	8
Les économies de marché émergentes.....	9
Les cours des produits de base.....	10
Les implications pour l'économie canadienne.....	12
Le dollar canadien.....	13
<b>L'économie canadienne.....</b>	<b>14</b>
Les conditions financières.....	15
L'estimation des pressions sur la capacité de l'économie.....	18
Encadré 1 : Les répercussions économiques à court terme des récentes inondations dans le sud de l'Alberta et de la grève des travailleurs de la construction au Québec.....	19
L'économie réelle.....	21
Encadré 2 : La capacité de réponse des exportateurs canadiens à une hausse de la demande étrangère.....	25
L'inflation.....	28
Encadré 3 : Les facteurs spéciaux expliquant la récente faiblesse de l'inflation mesurée par l'indice de référence.....	29
Les risques entourant les perspectives.....	33

---

« Nous pouvons entrevoir la séquence suivante : la demande étrangère va reprendre, nos exportations vont progresser davantage, la confiance va s'améliorer, les entreprises existantes vont prendre de l'expansion, les firmes vont investir pour augmenter leurs capacités, et de nouvelles sociétés vont être créées. [...] Stabilité et patience sont les deux choses dont nous avons le plus besoin en ce moment. »

—Stephen S. Poloz

Gouverneur, Banque du Canada  
Burlington (Ontario)  
19 juin 2013



# Rapport sur la politique monétaire

Juillet 2013

---

Le présent rapport émane du Conseil de direction de la Banque du Canada, composé de Stephen S. Poloz, Tiff Macklem, John Murray, Timothy Lane, Agathe Côté et Lawrence Schembri.

# La stratégie de maîtrise de l'inflation au Canada<sup>1</sup>

## Le ciblage de l'inflation et l'économie

- La Banque du Canada a pour mandat de mener la politique monétaire de manière à favoriser la prospérité économique et financière des Canadiens.
- L'expérience du Canada en matière de ciblage de l'inflation depuis 1991 a démontré que c'est en gardant l'inflation à un niveau bas, stable et prévisible qu'on peut le mieux préserver la confiance dans la valeur de la monnaie et contribuer à la croissance soutenue de l'économie, à la progression de l'emploi et à l'amélioration du niveau de vie.
- En 2011, le gouvernement canadien et la Banque du Canada ont reconduit la cible de maîtrise de l'inflation pour une nouvelle période de cinq ans qui se terminera le 31 décembre 2016.
- Établie pour l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC) global, cette cible est de 2 %, soit le point médian d'une fourchette dont les limites sont fixées à 1 et à 3 %.

## L'instrument de politique monétaire

- La Banque mène la politique monétaire en modifiant le taux cible du financement à un jour<sup>2</sup>. Ces modifications se transmettent à l'économie par l'influence qu'elles exercent sur les taux d'intérêt du marché, sur les prix des actifs nationaux et sur le taux de change, dont l'évolution se répercute à son tour sur la demande globale de biens et de services canadiens.
- L'équilibre entre cette demande et la capacité de production de l'économie constitue, à terme, le principal déterminant des pressions inflationnistes au sein de l'économie.
- Il faut un certain temps — entre six et huit trimestres, habituellement — pour que les effets des interventions en matière de politique monétaire se propagent dans l'économie et se fassent sentir pleinement sur l'inflation. C'est pourquoi la politique monétaire doit avoir une orientation prospective.
- Conformément à son engagement d'assurer des communications claires et transparentes, la Banque présente régulièrement son point de vue sur les forces à l'œuvre au sein de l'instrument de politique monétaire.

## Le suivi de l'inflation

- Une bonne part des variations que connaît l'IPC global à court terme est attribuable aux fluctuations des prix de composantes volatiles, comme les fruits et légumes, et aux modifications des impôts indirects. C'est pour cette raison que la Banque suit de près, outre l'IPC global, un ensemble de mesures de l'inflation « fondamentales », et en particulier un indice appelé IPCX qui exclut huit des composantes les plus volatiles de l'IPC global ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes. Ces mesures lui permettent de faire abstraction des variations temporaires des prix et de se concentrer sur la tendance sous-jacente de l'inflation. L'inflation fondamentale sert de guide à la conduite de la politique monétaire pour faciliter l'atteinte de la cible fixée pour l'inflation mesurée par l'IPC global, elle ne se substitue pas à celle-ci.

## Le régime de ciblage de l'inflation est symétrique et flexible

- Le régime canadien de ciblage de l'inflation se distingue par son caractère *symétrique* : la Banque se préoccupe en effet autant d'un taux d'inflation qui dépasse la cible de 2 % que d'un taux qui lui est inférieur.
- Ce régime est également *flexible*. En temps normal, la Banque cherche à ramener l'inflation au taux visé dans un délai de six à huit trimestres. L'horizon pour l'atteinte de la cible d'inflation pourra cependant varier, selon la nature et la persistance des chocs économiques.

<sup>1</sup> Voir la *Déclaration commune du gouvernement canadien et la Banque du Canada concernant la reconduction de la cible de maîtrise de l'inflation* (8 novembre 2011) ainsi que le document d'information publié à ce sujet par la Banque le 9 novembre 2011; on peut consulter ces deux documents dans le site Web de l'institution.

<sup>2</sup> Lorsque les taux d'intérêt se situent à zéro, leur niveau plancher, l'assouplissement monétaire additionnel nécessaire à l'atteinte de la cible d'inflation peut être fourni au moyen de trois instruments de politique monétaire non traditionnels : 1) une déclaration *conditionnelle* au sujet de la trajectoire future du taux directeur; 2) l'assouplissement quantitatif; 3) l'assouplissement direct du crédit. Ces mécanismes et les principes qui en régissent l'utilisation sont décrits dans l'Annexe de la livraison d'avril 2009 du *Rapport sur la politique monétaire*.

Le *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada peut être consulté dans le site Web de la Banque.

Pour de plus amples renseignements,  
veuillez communiquer avec le :

à l'adresse [banqueducanada.ca](mailto:banqueducanada.ca).

Téléphone : 613 782-8111;  
1 800 303-1282 (sans frais en Amérique du Nord)  
Courriel : [info@banqueducanada.ca](mailto:info@banqueducanada.ca)  
Site Web : [banqueducanada.ca](http://banqueducanada.ca)  
Banque du Canada  
Département des Communications  
234, rue Wellington  
Ottawa (Ontario) K1A 0G9

ISSN 1201-8783 (version papier)  
ISSN 1490-1242 (internet)  
© Banque du Canada 2013

# Rapport sur la politique monétaire

Juillet 2013





# Monetary Policy Report Summary

---

July 2013

*This text is a commentary of the Governing Council of the Bank of Canada.*

---

## Highlights

- Global economic growth remains modest. Although the Bank has downgraded slightly its global growth forecast, the global economy is still expected to pick up in 2014 and 2015.
  - Economic growth in Canada is expected to be choppy in the near term. The economy is expected to reach full capacity around mid-2015, as projected in April.
  - The Bank projects that the Canadian economy will grow by 1.8 per cent in 2013 and 2.7 per cent in both 2014 and 2015.
  - Inflation has been low in recent months and is expected to remain subdued in the near term. Both core and total CPI inflation are expected to return to 2 per cent around mid-2015.
- 

Global economic growth remains modest, although the pace of economic activity varies significantly across the major economies. The U.S. economic expansion is proceeding at a moderate pace, with the continued strengthening in private demand being partly offset by the impact of fiscal consolidation. In Japan, fiscal and monetary policy stimulus is contributing to a rapid recovery in economic growth. In contrast, economic activity in the euro area remains weak. While stronger than in the advanced economies, real GDP growth in China and other emerging market economies has slowed, exerting downward pressure on global commodity prices and, as a consequence, the Bank has downgraded slightly its global growth forecast. The global economy is still expected to pick up in 2014 and 2015.

In Canada, economic growth is expected to be choppy in the near term, owing to unusual temporary factors, although the overall outlook is little changed from the Bank's projection in April. Annual GDP growth is projected to average 1.8 per cent in 2013 and 2.7 per cent in both 2014 and 2015, supported by very accommodative financial conditions. Despite ongoing competitiveness challenges, exports are projected to gather momentum, which should boost confidence and lead to increasingly solid growth in business investment. The economy will also be supported by continued growth in consumer spending, while further modest declines in residential investment are expected. Growth in real GDP is projected to be sufficient to absorb the current material excess capacity in the economy, closing the output gap around mid-2015, as projected in April.

Inflation has been low in recent months and is expected to remain subdued in the near term. The weakness in core inflation reflects persistent material excess capacity, heightened competitive pressures on retailers, relatively subdued wage increases, and some temporary sector-specific factors. Total CPI inflation has also been restrained by declining mortgage interest costs. As the economy gradually returns to full capacity and with inflation expectations well-anchored, both core and total CPI inflation are expected to return to 2 per cent around mid-2015.

The outlook balances the many upside and downside risks to inflation. Three of the most important emanate from the external environment, and include the risks of stronger U.S. private

demand, a failure to contain the crisis in Europe, and weaker growth in China and other emerging-market economies. The most important domestic source of risk to the Canadian economy remains the possibility of a disorderly unwinding of household sector imbalances.

Against this backdrop, on 17 July, the Bank decided to maintain the target for the overnight rate at 1 per cent. As long as there is significant slack in the Canadian economy, the inflation outlook remains muted, and imbalances in the household sector continue to evolve constructively, the considerable monetary policy stimulus currently in place will remain appropriate. Over time, as the normalization of these conditions unfolds, a gradual normalization of policy interest rates can also be expected, consistent with achieving the 2 per cent inflation target.

#### Projection for global economic growth

	Share of real global GDP <sup>a</sup> (per cent)	Projected growth <sup>b</sup> (per cent)			
		2012	2013	2014	2015
United States	19	2.2 (2.2)	1.7 (2.0)	3.1 (3.1)	3.2 (3.3)
Euro area	14	-0.5 (-0.5)	-0.8 (-0.6)	0.8 (0.8)	1.3 (1.4)
Japan	6	1.9 (2.0)	1.9 (1.4)	1.3 (1.6)	1.2 (1.4)
China	15	7.8 (7.8)	7.4 (7.7)	7.3 (7.6)	7.5 (7.7)
Rest of the world	47	3.1 (3.1)	2.9 (3.2)	3.6 (3.7)	3.8 (3.9)
World	100	3.0 (3.0)	2.8 (3.0)	3.5 (3.6)	3.7 (3.8)

a. GDP shares are based on International Monetary Fund (IMF) estimates of the purchasing-power-parity (PPP) valuation of country GDPs for 2012. The individual shares may not add up to 100 owing to rounding.

Source: IMF, *World Economic Outlook*, April 2013

b. Numbers in parentheses are projections used for the April 2013 *Monetary Policy Report*.

Source: Bank of Canada

Summary of the projection for Canada<sup>a</sup>

	2012	2013				2014				2015			
	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Real GDP (quarter-over-quarter percentage change at annual rates)	0.9 (0.6)	2.5 (1.5)	1.0 (1.8)	3.8 (2.3)	2.5 (2.8)	2.7 (3.0)	2.8 (3.0)	2.8 (3.0)	2.8 (2.8)	2.8 (2.8)	2.5 (2.5)	2.4 (2.3)	2.2 (2.1)
Real GDP (year-over-year percentage change)	1.0 (1.1)	1.4 (1.2)	1.3 (1.2)	2.1 (1.6)	2.4 (2.1)	2.5 (2.5)	2.9 (2.8)	2.7 (2.9)	2.8 (2.9)	2.8 (2.9)	2.7 (2.8)	2.6 (2.6)	2.5 (2.4)
Core inflation (year-over-year percentage change)	1.2 (1.2)	1.3 (1.3)	1.1 (1.2)	1.3 (1.4)	1.6 (1.7)	1.5 (1.7)	1.7 (1.8)	1.8 (1.9)	1.9 (1.9)	1.9 (1.9)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)
Total CPI (year-over-year percentage change)	1.0 (1.0)	0.9 (0.9)	0.7 (1.0)	1.1 (1.2)	1.4 (1.6)	1.4 (1.6)	1.6 (1.7)	1.8 (1.9)	1.9 (1.9)	1.9 (1.9)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)
Total CPI excluding the effect of the HST and changes in other indirect taxes (year-over-year percentage change)	0.8 (0.8)	0.9 (0.9)	0.8 (1.1)	1.2 (1.3)	1.5 (1.7)	1.5 (1.7)	1.6 (1.7)	1.8 (1.9)	1.9 (1.9)	1.9 (1.9)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)
WTI <sup>b</sup> (level)	88 (88)	94 (94)	94 (94)	103 (95)	100 (94)	97 (93)	94 (92)	93 (91)	91 (90)	90 (90)	88 (89)	87 (88)	86 (88)
Brent <sup>b</sup> (level)	110 (110)	113 (113)	103 (106)	106 (106)	105 (104)	103 (103)	102 (102)	100 (101)	99 (100)	98 (99)	96 (98)	95 (97)	94 (96)

a. Figures in parentheses are from the projection in the April 2013 *Monetary Policy Report*.

b. Assumptions for the price of West Texas Intermediate and Brent crude oil (US\$ per barrel) are based on an average of futures contracts over the two weeks ending 12 July 2013.

The Bank of Canada's *Monetary Policy Report* is published quarterly in January, April, July and October.

©2013 Bank of Canada ISSN 1924-1089 (Print) ISSN 1925-3168 (Online)

Résumé des projections relatives à l'économie canadienne<sup>a</sup>

	2012			2013			2014			2015		
	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3
PIB réel (taux de variation trimestriel annualisé)	0,9 (0,6)	2,5 (1,5)	1,0 (1,8)	3,8 (2,3)	2,5 (2,8)	2,7 (3,0)	2,8 (3,0)	2,8 (2,8)	2,8 (2,8)	2,5 (2,5)	2,4 (2,3)	2,2 (2,1)
PIB réel (taux de variation en glissement annuel)	1,0 (1,1)	1,4 (1,2)	1,3 (1,2)	2,1 (1,6)	2,4 (2,1)	2,5 (2,5)	2,9 (2,8)	2,7 (2,9)	2,8 (2,9)	2,8 (2,8)	2,7 (2,8)	2,5 (2,4)
Indice de référence (taux de variation en glissement annuel)	1,2 (1,2)	1,3 (1,3)	1,1 (1,2)	1,3 (1,4)	1,6 (1,7)	1,5 (1,7)	1,7 (1,8)	1,8 (1,9)	1,9 (1,9)	1,9 (1,9)	2,0 (2,0)	2,0 (2,0)
IPC global (taux de variation en glissement annuel)	1,0 (1,0)	0,9 (0,9)	0,7 (1,0)	1,1 (1,2)	1,4 (1,6)	1,4 (1,6)	1,6 (1,7)	1,8 (1,9)	1,9 (1,9)	1,9 (1,9)	2,0 (2,0)	2,0 (2,0)
IPC global hors effet de la TVH et des modifications d'autres impôts indirects (taux de variation en glissement annuel)	0,8 (0,8)	0,9 (0,9)	0,8 (1,1)	1,2 (1,3)	1,5 (1,7)	1,5 (1,7)	1,6 (1,7)	1,8 (1,9)	1,9 (1,9)	1,9 (1,9)	2,0 (2,0)	2,0 (2,0)
WTI <sup>b</sup> (niveau)	88 (88)	94 (94)	94 (94)	103 (95)	100 (94)	97 (93)	94 (92)	93 (91)	91 (90)	90 (90)	88 (89)	87 (88)
Brent <sup>b</sup> (niveau)	110 (110)	113 (113)	103 (106)	106 (106)	105 (104)	103 (103)	102 (102)	100 (101)	99 (100)	98 (99)	96 (98)	94 (96)

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés des projections présentées dans la livraison d'avril 2013 du *Rapport sur la politique monétaire*.

b. Les hypothèses relatives aux cours des pétroles bruts Texas Intermediaire et Brent (en \$ E.-U. le baril) se fondent sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines terminée le 12 juillet 2013.

Le *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada est publié quatre fois l'an, soit en janvier, en avril, en juillet et en octobre.  
© 2013 Banque du Canada ISSN 1924-1089 (version papier) ISSN 1925-3176 (internet)

L'inflation a été basse ces derniers mois et devrait le demeurer à court terme. La faiblesse de l'inflation mesurée par l'indice de référence reflète une marge notable et persistante de capacités excédentaires, des pressions concurrentielles accrues chez les détaillants, une progression des salaires relativement modérée et certains facteurs sectoriels temporaires. L'inflation mesurée par l'IPC global a aussi été limitée par la baisse des coûts d'intérêt hypothécaire. L'économie retournant graduellement à son plein potentiel et les attentes d'inflation étant bien ancrées, l'inflation mesurée tant par l'indice de référence que par l'IPC global devrait remonter à 2 % vers le milieu de 2015.

Les nombreux risques à la hausse et à la baisse qui pèsent sur l'évolution de l'inflation sont équilibrés dans les perspectives. Trois des principaux risques sont associés à la conjoncture extérieure, soit ceux liés à une demande privée plus forte que prévu aux États-Unis, à l'incapacité de contenir la crise en Europe et à une expansion plus modérée qu'escompté en Chine et dans d'autres économies émergentes. Le plus important facteur de risque interne pour l'économie canadienne a trait à la possibilité d'une correction désordonnée des déséquilibres dans le secteur des ménages.

Dans ce contexte, le 17 juillet, la Banque a décidé de maintenir le taux cible du financement à un jour à 1 %. Tant que l'économie canadienne affichera une marge importante de capacités inutilisées, que les perspectives en matière d'inflation resteront faibles et que l'évolution des déséquilibres dans le secteur des ménages continuera d'être constructive, la détente monétaire considérable en place actuellement demeurera appropriée. Au fil du temps, à mesure que la normalisation de ces conditions s'opérera, on peut s'attendre aussi à une normalisation graduelle du taux directeur, de façon à atteindre la cible d'inflation de 2 %.

### Projection relative à la croissance de l'économie mondiale

Croissance projetée <sup>b</sup> (en pourcentage)	Part du PIB mondial réel <sup>a</sup> (en pourcentage)				
	2012	2013	2014	2015	
	19	2,2 (2,2)	1,7 (2,0)	3,1 (3,1)	États-Unis
	14	-0,5 (-0,5)	-0,8 (-0,6)	0,8 (0,8)	Zone euro
	6	1,9 (2,0)	1,9 (1,4)	1,3 (1,6)	Japon
	15	7,8 (7,8)	7,4 (7,7)	7,3 (7,6)	Chine
	47	3,1 (3,1)	2,9 (3,2)	3,6 (3,7)	Autres pays
	100	3,0 (3,0)	2,8 (3,0)	3,5 (3,6)	Ensemble du monde
				3,7 (3,8)	

a La part de chaque pays ou groupe de pays est calculée d'après les estimations du FMI des PIB mesurés en parité des pouvoirs d'achat pour 2012. Du fait que les chiffres sont arrondis, il se peut que la somme des pourcentages ne soit pas égale à 100.

Source : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*, avril 2013

b Les chiffres entre parenthèses correspondent aux projections présentées dans la livraison d'avril 2013 du *Rapport sur la politique monétaire*.  
Source : Banque du Canada



# Rapport sur la politique monétaire

## Sommaire

Juillet 2013

*Le présent commentaire émane du Conseil de direction de la Banque du Canada.*

### Faits saillants

- La croissance de l'économie mondiale demeure modeste, quoique la cadence de l'activité varie considérablement d'une grande économie à l'autre. Aux États-Unis, l'expansion se poursuit à un rythme modéré, le renforcement continu de la demande privée étant contrebalancé en partie par l'incidence de l'assainissement budgétaire. Au Japon, la détente budgétaire et monétaire contribue à un redressement rapide de la croissance économique. Dans la zone euro, par contre, l'activité reste faible. Même si elle est plus vigoureuse que dans les économies avancées, la croissance du PIB réel a ralenti en Chine et dans les autres économies émergentes, ce qui exerce une pression à la baisse sur les cours mondiaux des produits de base, et, par conséquent, la Banque a revu légèrement à la baisse ses prévisions relatives à la croissance de l'économie du globe. Elle s'attend encore à ce que cette dernière se raffermisse en 2014 et en 2015.
- La Banque prévoit que la croissance de l'économie canadienne s'établira à 1,8 % en 2013 et à 2,7 % en 2014 et en 2015.
- L'inflation a été basse ces derniers mois et devrait le demeurer à court terme. L'inflation mesurée tant par l'indice de référence que par l'IPC global devrait remonter à 2 % vers le milieu de 2015.

Au Canada, la Banque prévoit que la croissance économique sera volatile à court terme, en raison de facteurs temporaires inhabituels, quoique les perspectives globales aient peu changé comparativement à la projection qu'elle a présentée en avril. La croissance annuelle moyenne du PIB devrait s'établir à 1,8 % en 2013 et à 2,7 % en 2014 et en 2015, à la faveur des conditions financières très expansionnistes. Malgré les défis qui subsistent sur le plan de la compétitivité, on s'attend à ce que les exportations gagnent en vigueur, ce qui devrait stimuler la confiance et favoriser une expansion de plus en plus solide des investissements des entreprises. L'économie sera également soutenue par la poursuite de la croissance des dépenses de consommation, alors que l'investissement résidentiel devrait connaître encore de modestes reculs. On prévoit que la croissance du PIB réel sera suffisante pour que la marge de capacités excédentaires présente actuellement au sein de l'économie soit résorbée, éliminant ainsi l'écart de production vers le milieu de 2015, comme il était projeté en avril.



BANK OF CANADA  
BANQUE DU CANADA

Government  
Publications

CA1  
FN 73  
-M 56

# Monetary Policy Report

October 2013



# Canada's Inflation-Control Strategy<sup>1</sup>

## Inflation targeting and the economy

- The Bank's mandate is to conduct monetary policy to promote the economic and financial well-being of Canadians.
- Canada's experience with inflation targeting since 1991 has shown that the best way to foster confidence in the value of money and to contribute to sustained economic growth, employment gains and improved living standards is by keeping inflation low, stable and predictable.
- In 2011, the Government and the Bank of Canada renewed Canada's inflation-control target for a further five-year period, ending 31 December 2016. The target, as measured by the total consumer price index (CPI), remains at the 2 per cent midpoint of the control range of 1 to 3 per cent.

## The monetary policy instrument

- The Bank carries out monetary policy through changes in the target overnight rate of interest.<sup>2</sup> These changes are transmitted to the economy through their influence on market interest rates, domestic asset prices and the exchange rate, which affect total demand for Canadian goods and services. The balance between this demand and the economy's production capacity is, over time, the primary determinant of inflation pressures in the economy.
- Monetary policy actions take time—usually from six to eight quarters—to work their way through the economy and have their full effect on inflation. For this reason, monetary policy must be forward looking.
- Consistent with its commitment to clear, transparent communications, the Bank regularly reports its perspective on the forces at work on the economy and their

implications for inflation. The *Monetary Policy Report* is a key element of this approach. Policy decisions are typically announced on eight pre-set days during the year, and full updates of the Bank's outlook, including risks to the projection, are published four times per year in the *Monetary Policy Report*.

## Inflation targeting is *symmetric* and *flexible*

- Canada's inflation-targeting approach is *symmetric*, which means that the Bank is equally concerned about inflation rising above or falling below the 2 per cent target.
- Canada's inflation-targeting framework is *flexible*. Typically, the Bank seeks to return inflation to target over a horizon of six to eight quarters. However, the most appropriate horizon for returning inflation to target will vary depending on the nature and persistence of the shocks buffeting the economy.

## Monitoring inflation

- In the short run, a good deal of movement in the CPI is caused by fluctuations in the prices of certain volatile components (e.g., fruit and gasoline) and by changes in indirect taxes. For this reason, the Bank also monitors a set of "core" inflation measures, most importantly the CPIX, which strips out eight of the most volatile CPI components and the effect of indirect taxes on the remaining components. These "core" measures allow the Bank to "look through" temporary price movements and focus on the underlying trend of inflation. In this sense, core inflation is monitored as an *operational guide* to help the Bank achieve the total CPI inflation target. It is not a replacement for it.

<sup>1</sup> See *Joint Statement of the Government of Canada and the Bank of Canada on the Renewal of the Inflation-Control Target* (8 November 2011) and *Renewal of the Inflation-Control Target: Background Information—November 2011*, which are both available on the Bank's website.

<sup>2</sup> When interest rates are at the zero lower bound, additional monetary easing to achieve the inflation target can be provided through three unconventional instruments: (i) a *conditional* statement on the future path of the policy rate; (ii) quantitative easing; and (iii) credit easing. These instruments and the principles guiding their use are described in the Annex to the April 2009 *Monetary Policy Report*.

The *Monetary Policy Report* is available on the Bank of Canada's website at [bankofcanada.ca](http://bankofcanada.ca).

### For further information, contact:

Public Information  
Communications Department  
Bank of Canada  
234 Wellington Street  
Ottawa, Ontario K1A 0G9

Telephone: 613 782-8111;  
1 800 303-1282 (toll free in North America)  
Email: [info@bankofcanada.ca](mailto:info@bankofcanada.ca); Website: [bankofcanada.ca](http://bankofcanada.ca)

ISSN 1201-8783 (Print)  
ISSN 1490-1234 (Online)  
© Bank of Canada 2013



BANK OF CANADA  
BANQUE DU CANADA

# Monetary Policy Report

---

October 2013

This is a report of the Governing Council of the Bank of Canada:  
Stephen S. Poloz, Tiff Macklem, John Murray, Timothy Lane, Agathe Côté and Lawrence Schembri.

---

---

“Many of the conditions needed to support a return  
to natural growth are already in place in Canada....  
It may be slow in coming, but it will emerge.”

—Stephen S. Poloz

*Governor, Bank of Canada  
Vancouver, British Columbia  
18 September 2013*

---



# Contents

---

Global Economy .....	1
Global Financial Conditions .....	1
United States .....	3
Euro Area .....	6
Japan .....	6
China .....	7
Emerging-Market Economies .....	7
Commodities .....	8
Summary .....	10
Canadian Economy .....	11
Exports and Business Investment .....	13
Household Sector .....	16
Composition of Growth .....	18
Potential Output .....	19
Estimated Pressures on Capacity .....	19
Inflation .....	21
Risks to the Inflation Outlook .....	25
Appendix A: Potential Output .....	27

---



# Global Economy

The global economy is expected to expand modestly in 2013, although its near-term dynamic has changed and the composition of growth is now slightly less favourable for Canada. The U.S. economy is softer than expected but, as fiscal headwinds dissipate and household deleveraging ends, growth should accelerate through 2014 and 2015. The nascent recovery in Europe, while modest, has surprised on the upside. China's economy is showing renewed momentum, while growth in a number of other emerging-market economies has slowed as their financial conditions have tightened. Overall, the global economy is projected to grow by 2.8 per cent in 2013 and accelerate to 3.4 per cent in 2014 and 3.6 per cent in 2015 (Table 1).

**Table 1: Projection for global economic growth**

	Share of real global GDP <sup>a</sup> (per cent)	Projected growth <sup>b</sup> (per cent)			
		2012	2013	2014	2015
United States	20	2.8 (2.2)	1.5 (1.7)	2.5 (3.1)	3.3 (3.2)
Euro area	14	-0.6 (-0.5)	-0.4 (-0.8)	1.0 (0.8)	1.3 (1.3)
Japan	5	2.0 (1.9)	1.8 (1.9)	1.5 (1.3)	1.0 (1.2)
China	15	7.7 (7.8)	7.7 (7.4)	7.4 (7.3)	7.2 (7.5)
Rest of the world	47	3.2 (3.1)	2.8 (2.9)	3.4 (3.6)	3.7 (3.8)
World	100	3.1 (3.0)	2.8 (2.8)	3.4 (3.5)	3.6 (3.7)

a. GDP shares are based on International Monetary Fund (IMF) estimates of the purchasing-power-parity (PPP) valuation of country GDPs for 2012. The individual shares may not add up to 100 owing to rounding.

Source: IMF, *World Economic Outlook*, October 2013

b. Figures in parentheses are projections used for the July 2013 *Monetary Policy Report*.

Source: Bank of Canada

## Global financial conditions have been affected by the anticipation of U.S. tapering

Global financial conditions tightened from May through September in response to an anticipated slowing in the pace of asset purchases by the U.S. Federal Reserve. The market reaction was stronger than expected. More recently, financial conditions have eased somewhat, following the decision in September by the Federal Reserve to maintain the pace of its asset purchases.<sup>1</sup>

In advanced economies, yields on government bonds have risen from the lows reached in May, especially at longer maturities. A notable exception is Japan, where bond yields have declined somewhat, owing to the Bank of Japan's commitment to double the monetary base by the end of 2014 by purchasing Japanese government bonds to achieve its 2 per cent inflation target.

<sup>1</sup> Political disagreements in the United States over the government budget added some further uncertainty to financial markets through the month of October, but the price effects were generally small and largely concentrated in very short-term U.S. government instruments.

**Chart 1: Yields on most major government bonds have risen recently, but are still low by historical standards**

Yields to maturity on 10-year sovereign bonds, daily data



Source: Reuters

Last observation: 18 October 2013

**Chart 2: Equity indexes in several advanced economies are at multi-year high levels**

Index: 3 January 2012 = 100, daily data



Source: Bloomberg

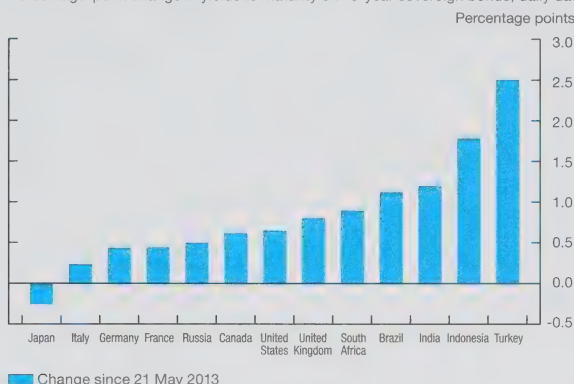
Last observation: 18 October 2013

Despite the recent tightening, global financial conditions remain highly supportive—yields on most major government bonds are low by historical standards, and equity indexes are at multi-year high levels in several advanced economies (Chart 1 and Chart 2). Yield spreads on most euro-area peripheral sovereign bonds have narrowed, reflecting signs of recovery in euro-area macroeconomic conditions and progress on reforms. Although spreads on U.S. corporate bonds have widened modestly since May, issuance has remained solid.

The tightening of financial conditions in EMEs has been more pronounced than in advanced economies. The anticipation of U.S. tapering and a reassessment of the growth prospects for some EMEs have led to capital outflows, a marked rise in bond yields and a decline in equity prices (Chart 3). However, there has been significant market differentiation among EMEs: those with weaker economic fundamentals, such as large fiscal and current account deficits, high inflation and declining growth prospects, have been the most affected.

**Chart 3: Bond yields in vulnerable emerging-market economies have risen more than in advanced economies**

Percentage-point change in yields to maturity on 10-year sovereign bonds, daily data



Source: Bloomberg

Last observation: 18 October 2013

## Recent softness in the U.S. economy is projected to give way to a solid recovery

U.S. real GDP grew by slightly less than 2 per cent during the first half of 2013. Growth is projected to have remained modest in the second half of the year and below expectations in July.

This near-term softness has been broad-based. Consumer spending has been dampened by the increase in payroll taxes in January 2013 and a moderation in employment growth (Chart 4). Housing activity has also slowed, largely in response to the 95-basis-point rise in mortgage interest rates. In contrast, business investment has increased, but by less than expected, despite strong corporate balance sheets. Government spending continues to contract as the sequestration cuts are implemented.

The failure to reach a timely agreement to fund government operations resulted in a partial government shutdown in the first half of October. The shutdown will dampen economic growth in the fourth quarter, through the direct effect of furloughed government workers, and, more broadly, through negative effects on confidence. In addition, the debt-ceiling debate has exacerbated the adverse impact on confidence and economic activity.

The projection for U.S. real GDP growth in the second half of 2013 is significantly lower than in the *July Report*, mainly reflecting softer-than-expected domestic demand. The drag from previous tax increases and spending cuts is expected to amount to 1.8 percentage points in 2013, and then to decline to 0.8 percentage points in 2014 and zero in 2015. Monetary policy remains highly stimulative, with members of the Federal Open Market Committee expecting the first increase in the federal funds rate to occur only in 2015.

The expansion of U.S. private sector demand in 2014 and 2015 should be broad-based. Consumption is projected to increase at a more solid pace, supported by substantially healthier household balance sheets (Chart 5) and improving labour market conditions. Residential investment should also increase vigorously, given the strong underlying fundamentals: the still-low level of mortgage interest rates, an expected rebound in household formation,



**Chart 4: U.S. consumer spending has been dampened by fiscal consolidation and a moderation in employment growth**

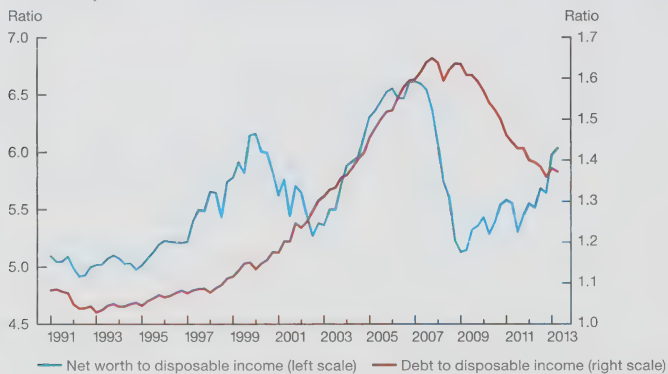
3-month moving average, monthly data



Note: Personal consumption is shown as a percentage change at annual rates.

Sources: U.S. Bureau of Economic Analysis  
and U.S. Census BureauLast observations: September 2013 for employment,  
August 2013 for personal consumption**Chart 5: U.S. households have substantially repaired their balance sheets**

Quarterly data



Note: Calculations of U.S. household debt include the unincorporated business sector.

Sources: U.S. Federal Reserve and U.S. Bureau of Economic Analysis

Last observation: 2013Q2

significant pent-up demand, and the decline in both actual and shadow inventories of homes. Business investment will benefit from the improvement in demand, as well as from the solid financial positions of firms.

Exports are also projected to be an important driver of U.S. economic growth through 2015, supported by strengthening foreign demand and improved competitiveness brought about by sustained gains in productivity and lower energy costs. While overseas oil imports should continue to fall, reflecting the expansion in domestic supply, non-oil imports are expected to increase steadily, driven by stronger domestic demand.

## Box 1

## Determining Uncertainty Around the Bank's Projection for Key Variables

For policy purposes, it is important to acknowledge that economic projections are subject to considerable uncertainty and are revised over time as new economic data become available. To convey a sense of uncertainty, this *Monetary Policy Report* provides "rule of thumb" ranges around the base-case projection for the growth of U.S. and Canadian GDP and Canadian total CPI inflation, as well as for the current level of the output gap and the growth rate of potential output in Canada.

The approaches used to construct the range around each projection differ. For example, the intervals for projected GDP growth and inflation are informed by the average cross-sectional dispersion of private sector forecasters surveyed by Consensus Economics.<sup>1</sup> A reasonable rule of thumb interval for both Canadian and U.S. growth in 2014, consistent with this approach, is  $\pm 0.5$  percentage points.<sup>2</sup>

Using the same method for total CPI inflation suggests a range of around  $\pm 0.3$  percentage points. Since this rule of

thumb range is an ex ante measure of uncertainty, it is different from the ranges presented in **Chart 26** and **Chart 27**, which are based on statistical analysis of realized (ex post) forecast errors.

Since potential GDP is not widely forecast, it is impossible to compute forecast dispersion. In this case, it is more informative to show a range based on sensitivity analyses around the various assumptions on which our projection is based. This suggests a range for Canadian potential output growth of approximately  $\pm 0.3$  percentage points (see **Appendix A**).

Finally, the  $\pm 0.5$ -percentage-point range for the 2013Q3 output gap is based roughly on the range of estimates from the Bank's various output-gap indicators. For example, the conventional estimate of excess supply for the same quarter is 1.3 per cent, whereas a more structural cohort-based model suggests excess supply of 1.8 per cent. As a result, the Bank judges that a reasonable range is around 1 to 2 per cent.

<sup>1</sup> The sample used to calculate the average dispersion is 2000-13, and in each case, the highest and lowest forecasts were dropped from the sample.

<sup>2</sup> The precise average dispersion in GDP forecasts (for the following year) is  $\pm 0.4$  percentage points for Canada and  $\pm 0.7$  percentage points for the United States (the United States is higher largely because of a greater number of forecasters in the sample). Consensus Economics only provides the average forecast at a 2-year horizon, so dispersion cannot be calculated.

Overall, U.S. economic activity is expected to strengthen as fiscal headwinds dissipate and household deleveraging ends. The Bank projects that the U.S. economy will grow by 1.5 per cent in 2013, 2.5 per cent in 2014 and 3.3 per cent in 2015. Based on past dispersion of private sector forecasts, U.S. economic growth in 2014 would be expected to fall within  $\pm 0.5$  percentage points of the Bank's projection, with a somewhat wider range in 2015 (**Box 1**).

U.S. inflation has been on a declining trend since early 2012, owing to substantial slack in the economy and various temporary factors. As excess supply is gradually reduced over the projection period, inflation is expected to move back toward the Federal Reserve's 2 per cent inflation target.

## The nascent recovery in the euro area is expected to be modest

Economic growth has resumed in the euro area, ending a six-quarter recession. Real GDP rose by 1.1 per cent in the second quarter of 2013, a significantly stronger result than anticipated in the *July Report*. Since then, survey indicators have suggested continued growth (Chart 6). The economic recovery is projected to proceed slowly, however, reflecting the need to rebuild private sector balance sheets, ongoing fiscal consolidation, tight credit conditions and depressed labour markets.

While labour market competitiveness has improved in the euro-area peripheral economies, substantial cross-country differences in growth prospects are expected to persist. A sustained recovery will require further progress in structural, fiscal and banking reforms (including a timely completion of the banking union). As a result, uncertainty remains elevated, and the possibility of an extended period of very slow growth, as well as financial system vulnerability, still represents a downside risk to the Bank's outlook for the euro area. However, the likelihood of that risk materializing has decreased.

**Chart 6: Purchasing managers' indexes suggest continued growth in real GDP in the euro area**

Composite purchasing managers' index, monthly data



Note: The purchasing managers' index is a composite diffusion index. A reading above (below) 50 indicates that a larger percentage of firms reported that their production expanded (contracted) compared with the previous month, while a reading at 50 indicates that production was unchanged from the previous month.

Source: Markit Economics

Last observation: September 2013

## Policy measures are expected to continue to support the ongoing recovery in Japan

Japan registered a strong upturn in economic activity in the first half of 2013. Real GDP growth averaged about 4 per cent over this period, supported by significant monetary and fiscal stimulus, a weaker yen, and improved confidence. Annual real GDP growth is expected to remain above the country's production potential over the projection horizon, reflecting the effects of Japan's ambitious program to revive economic growth and end deflation.<sup>2</sup> The pace of growth will nonetheless slow over 2014–15 as

<sup>2</sup> The three-pronged program, commonly referred to as the "Three Arrows," consists of: (i) the adoption of a 2 per cent inflation target by the Bank of Japan and aggressive monetary easing to reach this goal within about two years; (ii) sizable fiscal stimulus in the near term followed by fiscal consolidation beginning in April 2014; and (iii) structural reforms, deregulation and trade promotion to boost the economy's growth potential.

legislated increases in the value-added tax take effect. Inflation expectations have risen materially since the end of 2012 and core inflation is no longer negative, suggesting that deflationary pressures have abated.

### Economic growth in China has picked up...

Real GDP growth in China increased in the third quarter, supported by additional fiscal stimulus and a re-acceleration of investment in manufacturing.<sup>3</sup> However, the continued reliance on investment activity, the rapid growth of credit and increases in housing prices have reinforced concerns about financial stability and the sustainability of economic growth.

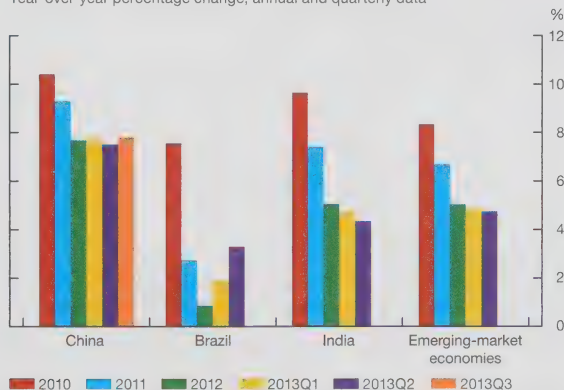
Real GDP growth through 2015 is projected to remain close to the government's 2013 target of 7.5 per cent. Robust growth in productivity and income, underpinned by some progress on reform measures, should support a gradual strengthening of private consumption and more sustainable investment activity. However, structural impediments such as the lack of social safety nets and overinvestment in the export sector will slow the rebalancing of the economy. Existing financial imbalances, together with the recent robust expansion in credit and excess capacity in a number of sectors, represent a downside risk to the Bank's projection.

### ...but growth prospects have moderated in some other emerging-market economies

Economic activity has slowed in some EMEs (Chart 7). To limit the depreciation of their currencies resulting from recent large capital outflows, authorities in some emerging-market countries have undertaken additional exchange rate interventions, introduced new capital controls and increased policy interest rates. In the near term, growth will continue to be held back by tighter financial conditions and heightened uncertainty, as well as by persistent supply constraints.

**Chart 7: Economic activity has slowed in some emerging-market economies**

Year-over-year percentage change, annual and quarterly data



Note: Countries are weighted by their GDP shares based on International Monetary Fund estimates of the purchasing-power-parity (PPP) valuation of country GDPs for 2012.

Sources: International Monetary Fund, Haver Analytics and Bank of Canada calculations

Last observations: 2013Q3 for China; 2013Q2 for all others

<sup>3</sup> In July, the Chinese government announced new fiscal measures that will suspend taxes on small businesses, reduce fees and administrative burdens for exporters, and promote new funding sources for railway construction.

Economic growth in EMEs is expected to pick up modestly over 2014–15, driven by some stabilization in credit conditions, progress on the implementation of structural reforms to alleviate supply bottlenecks and strengthening demand from the advanced economies. Nevertheless, the recent financial market turbulence in EMEs, combined with existing domestic imbalances in a number of countries, represents a downside risk to the Bank's outlook.

### Despite recent declines, the Bank of Canada's commodity price index remains elevated

Commodity prices, as measured by the Bank of Canada's commodity price index (BCPI), have fallen by 6 per cent since July and are expected to remain relatively flat over the projection horizon, with a drop in crude oil prices offsetting a projected rise in the price of non-energy commodities. On balance, however, the BCPI remains elevated (**Chart 8**), underpinned by expectations of sustained demand from China and a continued recovery in the advanced economies.

As measured by the Brent benchmark, global crude oil prices are little changed from their levels in July, while West Texas Intermediate (WTI) prices have eased somewhat. Based on the latest futures curves, both Brent and WTI crude prices are assumed to decline by just under 15 per cent by the end of 2015, reflecting a continued robust increase in supply, especially from non-conventional sources, and a reduction in geopolitical concerns (**Chart 9**). Prices for Western Canada Select (WCS) have fallen by more than 20 per cent since the release of the *July Report*, owing to higher production levels, ongoing transportation constraints and lower demand due to refinery outages in North America. As a result, the spread between WTI and WCS prices has widened to approximately US\$30 per barrel—the highest level since the beginning of 2013. Based on the latest futures curves, WCS prices are expected to hover around current levels over the projection horizon, with the gap between WTI and WCS prices expected to narrow to about US\$20 per barrel.

**Chart 8: The Bank of Canada's commodity price index remains elevated by historical standards**

Bank of Canada commodity price index (BCPI) in real terms, 1972Q1 = 100, quarterly data



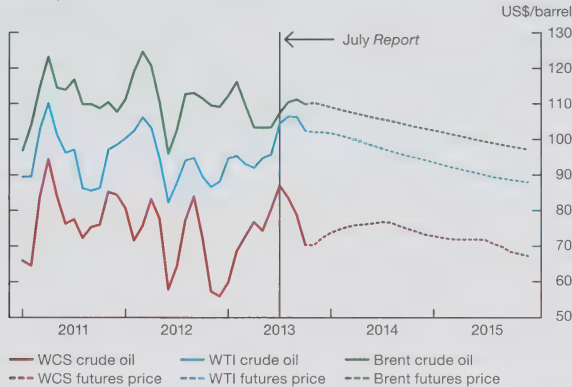
Source: Bank of Canada

Last observation: 2013Q3



**Chart 9: Brent and WTI crude oil futures prices are declining to the end of 2015**

Monthly data

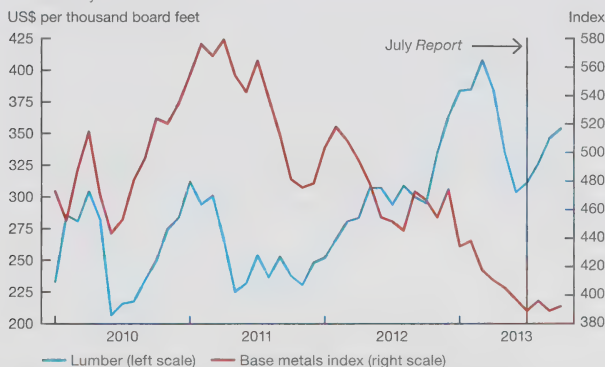


Notes: Values for October 2013 are estimates based on the average daily spot prices up to 18 October 2013. Futures prices are estimates based on an average of futures contracts over the two weeks ending 18 October 2013.

Source: Bank of Canada

**Chart 10: Lumber prices have continued to recover, while prices for base metals have changed little since July**

Monthly data



Notes: Values for October 2013 are estimates based on the average daily spot prices up to 18 October 2013. Base metals prices are indexed to January 1972 = 100.

Source: Bank of Canada

Last observation: 18 October 2013

Natural gas prices in North America have moved up modestly in recent months. The latest futures curves suggest that prices will increase further, rising slightly above US\$4 per million BTU by the end of 2015, owing to growing demand for electricity generation.

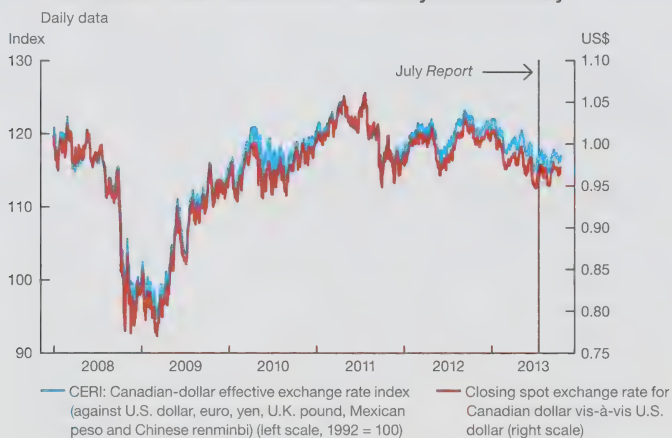
In aggregate, non-energy commodity prices have stayed relatively flat since July. Following a sharp correction over the April–June period, lumber prices have continued to recover, while base metals prices are little changed (Chart 10). In contrast, agricultural prices have declined in anticipation of record harvests for key grains. Prices for non-energy commodities are expected to rise by roughly 15 per cent over the projection horizon, supported by a gradual strengthening in global economic activity.

## Summary

The projected acceleration in the growth of global demand should support a recovery of Canada's exports, although the composition has changed. Weaker growth in U.S. output in the near term, particularly in business and residential investment, will dampen Canadian exports relative to what had been expected in July. Elevated commodity prices should continue to sustain the high level of investment in the resource sector in Canada and support Canadian incomes.

The Canadian dollar has averaged roughly 97 cents U.S. since the September fixed announcement date, compared with the 96 cents U.S. assumed in the July Report (Chart 11). By convention, the Canadian dollar is assumed to remain at or near its current level over the projection horizon.

**Chart 11: The Canadian dollar has remained relatively stable recently**



Note: A rise in either series indicates an appreciation of the Canadian dollar.

Source: Bank of Canada

Last observation: 18 October 2013

## Canadian Economy

Inflation in Canada has remained low in recent months, reflecting the significant amount of slack in the economy, heightened competitiveness pressures in the retail sector and certain sector-specific factors (Chart 12). At the same time, uncertain global and domestic economic conditions are delaying the pickup in Canada's exports and investment. As a result, the current level of economic activity is now estimated to be lower than was anticipated in the July *Report*. While household spending remains solid, the continued slowing in the growth of household credit and the rise in mortgage interest rates point to a gradual unwinding of household imbalances.

While some recent developments have not been as supportive as anticipated, the Bank expects that a better balance between domestic and foreign demand will be achieved over time, resulting in stronger and more self-sustaining economic growth. GDP growth is expected to surpass that of potential output over the next two years as foreign activity and business confidence strengthen, and underlying momentum builds in the Canadian economy (Chart 13 and Table 2). The output gap in the base-case

**Chart 12: Alternative measures of core inflation remain well below 2 per cent**

Year-over-year percentage change, monthly data



a. For definitions, see Rates & Statistics > Indicators > Indicators of Capacity and Inflation Pressures for Canada > Inflation.

b. Extracts the component of inflation that is common across the individual series that make up the CPI. See M. Khan, L. Morel and P. Sabourin, "The Common Component of CPI: An Alternative Measure of Underlying Inflation for Canada," Bank of Canada Working Paper No. 2013-35.

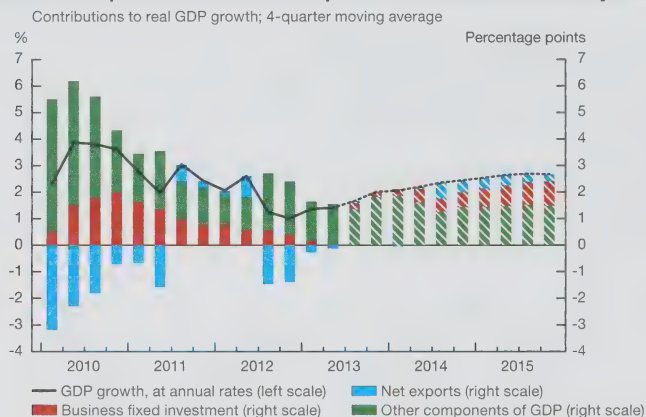
Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations

Last observation: September 2013

projection is anticipated to close around the end of 2015. In the context of well-anchored inflation expectations, this will contribute to a gradual return of both core and total CPI inflation to 2 per cent over the same horizon.

Overall, the Bank judges that the risks to the inflation outlook are roughly balanced over the projection horizon.

**Chart 13: The composition of demand is expected to become more broadly based**



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

**Table 2: Contributions to average annual real GDP growth**

Percentage points<sup>a</sup>

	2012	2013	2014	2015
Consumption	1.1 (1.1)	1.3 (1.0)	1.3 (1.4)	1.4 (1.5)
Housing	0.4 (0.4)	-0.1 (-0.1)	0.0 (-0.1)	0.0 (0.0)
Government	0.3 (0.3)	0.3 (0.3)	0.1 (0.0)	0.1 (0.1)
Business fixed investment	0.6 (0.6)	0.1 (0.2)	0.4 (0.6)	0.8 (0.9)
<b>Subtotal: Final domestic demand</b>	<b>2.3 (2.3)</b>	<b>1.6 (1.4)</b>	<b>1.8 (1.9)</b>	<b>2.3 (2.5)</b>
Exports	0.4 (0.4)	0.3 (0.8)	1.0 (1.4)	1.5 (1.3)
Imports	-1.0 (-1.0)	-0.4 (-0.2)	-0.7 (-0.8)	-1.2 (-1.1)
<b>Subtotal: Net exports</b>	<b>-0.6 (-0.6)</b>	<b>-0.1 (0.6)</b>	<b>0.3 (0.6)</b>	<b>0.3 (0.2)</b>
Inventories	0.0 (0.0)	0.1 (-0.2)	0.2 (0.2)	0.0 (0.0)
<b>GDP</b>	<b>1.7 (1.7)</b>	<b>1.6 (1.8)</b>	<b>2.3 (2.7)</b>	<b>2.6 (2.7)</b>
<b>Memo items:</b>				
Potential output	1.7 (2.0)	1.9 (2.1)	1.9 (2.2)	2.0 (2.1)
Real gross domestic income (GDI)	1.5 (1.5)	1.6 (1.8)	2.5 (2.8)	3.0 (3.0)

a. Figures in parentheses are from the projection in the July 2013 *Monetary Policy Report*. Those for potential output are from Box 2 in the October 2012 *Monetary Policy Report*.

## The pickup in exports and business investment is delayed

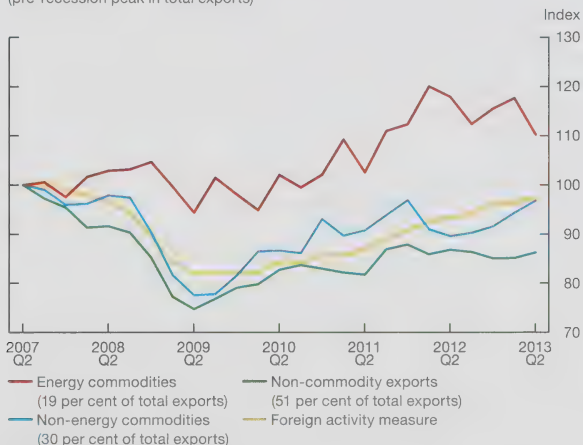
Real GDP is expected to have expanded at a slower pace in the third quarter than anticipated in the *July Report*.<sup>4</sup> This reflects weaker underlying momentum in exports and business fixed investment, as well as a smaller rebound from the temporary factors depressing growth in the second quarter. This composition of aggregate demand is less favourable for achieving sustainable growth.

Following a rebound in the first quarter, the performance of the export sector was lacklustre during the second and third quarters, with the exception of automotive and forestry products (Chart 14). Aside from temporary disruptions in the oil sector, the recent weakness in exports is indicative of a broader trend of slower-than-expected export growth that began in early 2012. As discussed in previous *Reports*, the weakness may be due to shifts in trade linkages that have been difficult to properly capture and to ongoing competitiveness challenges.

The projected expansion of U.S. business and residential investment in 2014 is still expected to fuel a rise in the growth rate of exports, albeit at a somewhat more moderate pace than expected in July. As economic activity improves, both in the United States and globally, exports of non-energy commodities such as metals and forestry products are projected to post strong gains. Following several disruptions in 2013, crude oil exports are also expected to contribute significantly to growth in 2014 as production continues to expand. Non-commodity exports such as machinery and equipment, consumer goods (excluding automobiles), and services are also expected to strengthen gradually, but at a slower pace than other export sectors.

**Chart 14: Excluding energy, exports remain weak**

Real exports and the foreign activity measure; index: 2007Q2 = 100  
(pre-recession peak in total exports)



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations

Last observation: 2013Q2

<sup>4</sup> Real GDP growth over the second and third quarters has not been as uneven as the Bank anticipated in July. The impact of flooding in southern Alberta and the construction strike in Quebec is now estimated to have depressed growth in the second quarter by about 0.5 percentage points (compared with the 1.3 percentage points projected in the *July Report*). The temporary nature of the shocks, together with the reconstruction and repair of damaged infrastructure in Alberta, is now estimated to have boosted real GDP growth by only about 0.9 percentage points in the third quarter (compared with the 1.8 percentage points anticipated in the *July Report*).



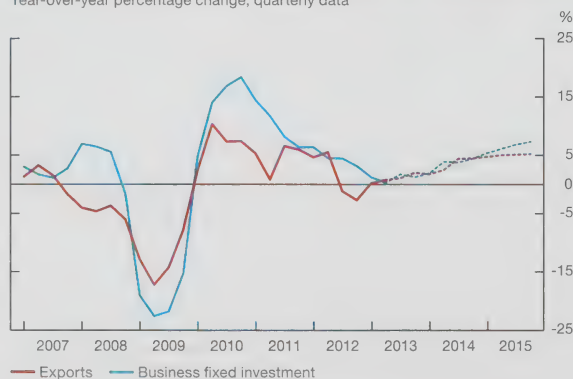
A key assumption underlying this projection is that the historical relationship between the growth rates of exports and foreign demand will gradually reassert itself once the recovery is more fully entrenched. There is a risk that this could take longer than anticipated. However, there are some encouraging signs that Canadian firms are taking steps to improve their export performance. Available evidence suggests that many Canadian firms have already begun, or are planning, to expand exports to the fastest-growing emerging markets.<sup>5</sup> Similarly, through the Bank's discussions with businesses for the *Business Outlook Survey*, a number of firms have reported that recent investments in innovation and marketing are supporting their ability to sell in existing or new export markets. They also consider that recent investments to improve efficiency or to lower costs are enhancing competitiveness. As the demand for Canadian exports rises and firms fully utilize their capital, this should spur productive investments and work to improve competitiveness further.

Against this backdrop, business investment is expected to strengthen, but with a more subdued profile than in the *July Report*, in line with the lower profile for exports. In particular, it is anticipated that business fixed investment will pick up over the next two years, consistent with historical relationships suggesting that business investment increases within about two to four quarters following a rise in exports (**Chart 15**). This view is supported by responses to the Bank's autumn *Business Outlook Survey*, which point to a growing number of firms reporting that they would face some difficulty meeting an unexpected increase in demand, since they are already using their existing labour and capital more intensively while awaiting signs that demand is strengthening. This is consistent with firms having some ability over the near term to accommodate strengthening demand but eventually needing to expand capacity.

With firms currently waiting to see a sustained increase in demand before committing to investment plans, investment intentions remain relatively subdued, even though indicators of business sentiment are close to their historical averages (**Chart 16**). However, there are some early signs that firms might be becoming more optimistic, since sentiment indicators have generally improved from the levels observed earlier in 2013, and have been

**Chart 15: Growth in business fixed investment should pick up as exports strengthen**

Year-over-year percentage change, quarterly data

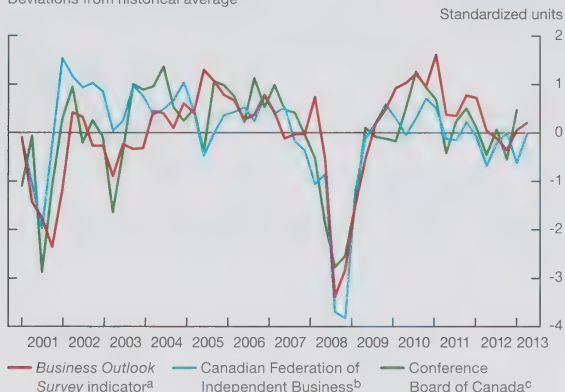


Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

<sup>5</sup> Export Development Canada, semi-annual survey of Canadian companies, released on 27 June 2013.

**Chart 16: Indicators of business sentiment remain close to their historical averages**

Deviations from historical average



a. This underlying measure is a summary of the responses to nine BOS questions. See L. Pichette and L. Rennison, "Extracting Information from the *Business Outlook Survey*: A Principal-Component Approach," *Bank of Canada Review* (Autumn 2011): 21–28.

b. Business barometer index, Canadian Federation of Independent Business

c. Index of business confidence, Conference Board of Canada

Sources: Conference Board of Canada, Canadian Federation of Independent Business and Bank of Canada (including calculations) Last observations: 2013Q2 and 2013Q3

**Chart 17: Financial conditions remain accommodative despite the recent rise in longer-term interest rates**

Weekly data



Note: For more information on the effective business interest rate, see <<http://credit.bankofcanada.ca/financialconditions>>.

Sources: Reuters and Bank of Canada calculations

Last observation: 18 October 2013

accompanied by a rise in firm creation.<sup>6</sup> The Bank's autumn *Business Outlook Survey*, together with other recently published private surveys, shows that firms expect a better performance over the next 12 months than over the past 12 months.<sup>7</sup>

<sup>6</sup> There could be as many as 40,000 more firms with at least one employee than a year ago, following an extended period of stagnation since 2008. (See remarks by Stephen S. Poloz, "Returning to Natural Economic Growth," speech delivered to the Vancouver Board of Trade, 18 September 2013.)

<sup>7</sup> Other surveys generally supporting this view include the C-Suite Survey, CFIB Business Barometer, CPA Canada Business Monitor and the BMO Small Business Confidence Report.

**Chart 18: Credit conditions for Canadian firms remain favourable**

Balance of opinion



a. Weighted percentage of surveyed financial institutions reporting tightened credit conditions minus the weighted percentage reporting eased credit conditions

b. Percentage of firms reporting tightened credit conditions minus the percentage reporting eased credit conditions

★ Indicates a balance of opinion of zero

Source: Bank of Canada

Last observation: 2013Q3

Solid underlying conditions are also building a supportive foundation for investment. Corporate balance sheets are healthy, with low aggregate leverage and abundant levels of working capital. Despite higher long-term interest rates, financial conditions in Canada remain accommodative, given the considerable monetary stimulus currently in place (Chart 17). This is underscored by responses to both the Bank's *Senior Loan Officer Survey* and the *Business Outlook Survey*, which indicate that business-lending conditions remain favourable (Chart 18). Indeed, there has been some firming in business credit growth in recent months, including strong bond issuance, partly because firms are locking in at relatively low rates.

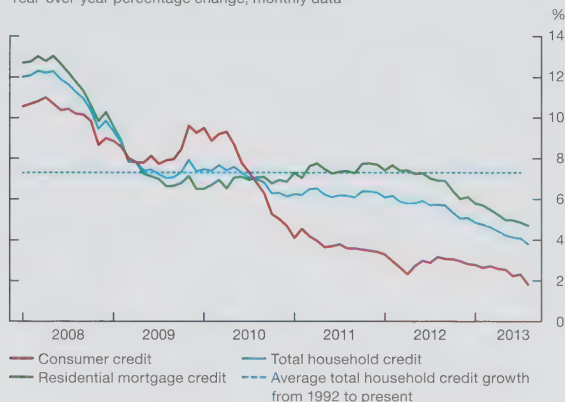
### Household imbalances are expected to unwind gradually

Household expenditures (for both consumption and residential investment) have been stronger than was anticipated in July. Consumption has been underpinned by an improvement in consumer confidence, together with gains in employment and disposable income, and by the large financing incentives offered on purchases of automobiles. The recent vigour in residential investment may partly reflect activity that has been pulled forward in anticipation of higher interest rates on mortgages. However, the growth of household credit has continued to slow and is well below its historical average, consistent with a gradual unwinding of household imbalances (Chart 19). Market intelligence suggests that a number of contributing factors, including a reduction in purchases by first-time homebuyers and larger debt repayments, are also likely to be playing a role.

Despite slowing growth in household credit, consumption is still expected to increase at a moderate pace, in tandem with the expansion of disposable income (Chart 20). This profile is consistent with a high degree of consumer caution, which is reflected in a savings rate that is well above the average of the past decade.

**Chart 19: The growth of household credit has continued to trend down**

Year-over-year percentage change, monthly data

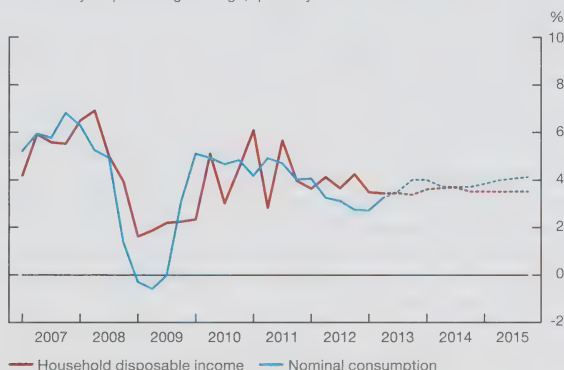


Source: Bank of Canada

Last observation: August 2013

**Chart 20: Consumption is expected to grow at a moderate pace**

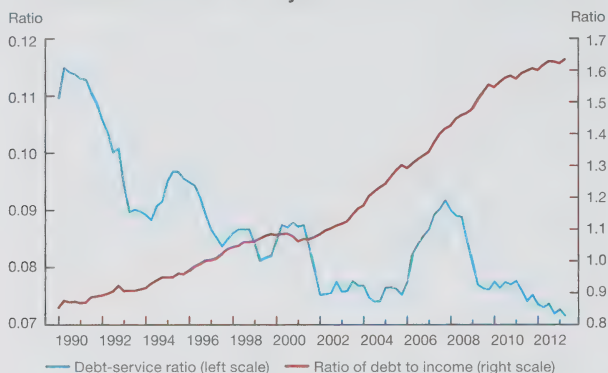
Year-over-year percentage change, quarterly data



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

Credit conditions for households continue to be supportive of household expenditures, with effective borrowing rates at low levels. However, the increase in mortgage rates in recent months should exert a slight dampening effect on residential investment over coming quarters.<sup>8</sup> Residential investment is therefore projected to decline from the current historically high levels toward a more sustainable position. The household debt-to-income ratio, which edged up in the second quarter and is at a high level, should have a flat-to-lower profile over the projection horizon. In the base-case projection, debt-service ratios will rise gradually but will remain low (Chart 21).

<sup>8</sup> For example, the rate for a typical 5-year mortgage has risen by roughly 85 basis points since June. The impact of the higher mortgage rates will be felt initially by first-time buyers and homeowners with variable-rate mortgages (about one-third of homeowners). Many of those renewing their mortgages now are still able to renegotiate their contracts at more favourable conditions than under their expiring contracts.

**Chart 21: The household debt-to-income ratio is at high levels, but the debt-service ratio is very low**

Source: Statistics Canada

Last observation: 2013Q2

While the Bank expects household caution to dampen spending over the forecast horizon, it is possible that, with still-favourable borrowing conditions, household expenditures could gather renewed momentum. The firmness in a range of housing market indicators in recent months reinforces this possibility. If the market strengthens further, it could increase the risk of a correction in house prices down the road.

### Overall growth is expected to become more broadly based

Relative to the *July Report*, the outlook for economic growth in Canada is somewhat weaker over the projection horizon, owing to reduced contributions from net exports and business investment (**Table 2** and **Table 3**). The Bank forecasts an improvement in the underlying momentum of the economy through 2014 as external demand strengthens and business confidence rises. On an average annual basis, real GDP growth is projected to increase from 1.6 per cent in 2013 to 2.3 per cent in 2014 and 2.6 per cent in 2015. Given the degree of uncertainty inherent in projections, the Bank judges that GDP growth will likely be within  $\pm 0.5$  percentage points of the base-case projection in 2014, with a somewhat wider range in 2015 (see **Box 1** on page 5).

The pickup in the economy is projected to be driven by a rebound in the contribution of net exports. This dynamic is also expected to stimulate a more solid contribution from business fixed investment over time. The economy will continue to be supported by moderate growth in consumer spending, while residential investment will remain relatively flat, consistent with a convergence toward a more sustainable level of activity. Government spending is expected to contribute only very marginally to real GDP growth over the projection horizon, in line with the plans of federal, provincial and local governments to consolidate spending to achieve fiscal balance.



**Table 3: Summary of the projection for Canada<sup>a</sup>**

	2012	2013					2014				2015			
	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	
Real GDP (quarter-over-quarter percentage change at annual rates)	0.9 (0.9)	2.2 (2.5)	1.7 (1.0)	1.8 (3.8)	2.3 (2.5)	2.3 (2.7)	2.3 (2.8)	2.4 (2.8)	2.6 (2.8)	2.7 (2.8)	2.7 (2.5)	2.6 (2.4)	2.5 (2.2)	
Real GDP (year-over-year percentage change)	1.0 (1.0)	1.4 (1.4)	1.4 (1.3)	1.7 (2.1)	2.0 (2.4)	2.0 (2.5)	2.2 (2.9)	2.4 (2.7)	2.4 (2.8)	2.5 (2.8)	2.6 (2.7)	2.7 (2.6)	2.7 (2.5)	
Core inflation (year-over-year percentage change)	1.2 (1.2)	1.3 (1.3)	1.2 (1.1)	1.3 (1.3)	1.4 (1.6)	1.3 (1.5)	1.5 (1.7)	1.6 (1.8)	1.7 (1.9)	1.8 (1.9)	1.9 (2.0)	1.9 (2.0)	2.0 (2.0)	
Total CPI (year-over-year percentage change)	1.0 (1.0)	0.9 (0.9)	0.7 (0.7)	1.1 (1.1)	1.3 (1.4)	1.2 (1.4)	1.4 (1.6)	1.6 (1.8)	1.7 (1.9)	1.8 (1.9)	1.9 (2.0)	1.9 (2.0)	2.0 (2.0)	
Total CPI excluding the effect of the HST and changes in other indirect taxes (year-over-year percentage change)	0.8 (0.8)	0.9 (0.9)	0.8 (0.8)	1.2 (1.2)	1.4 (1.5)	1.3 (1.5)	1.4 (1.6)	1.6 (1.8)	1.7 (1.9)	1.8 (1.9)	1.9 (2.0)	1.9 (2.0)	2.0 (2.0)	
WTI <sup>b</sup> (level)	88 (88)	94 (94)	94 (94)	106 (103)	102 (100)	101 (97)	99 (94)	97 (93)	95 (91)	93 (90)	91 (88)	90 (87)	88 (86)	
Brent <sup>b</sup> (level)	110 (110)	113 (113)	103 (103)	110 (106)	110 (105)	108 (103)	107 (102)	105 (100)	104 (99)	102 (98)	100 (96)	99 (95)	98 (94)	

a. Figures in parentheses are from the projection in the July 2013 *Monetary Policy Report*.

b. Assumptions for the price of West Texas Intermediate and Brent crude oil (US\$ per barrel) are based on an average of futures contracts over the two weeks ending 18 October 2013.

### Potential output growth is projected to remain fairly stable

Potential output grew at a noticeably slower pace during the recession (see [Appendix A](#)). Since 2010, the growth of Canada's production potential has begun a gradual recovery, as trend labour productivity picked up with the strong rebound in business investment.<sup>9</sup> Although much uncertainty surrounds estimates of potential output, the Bank projects that the profile for business investment will lead to further capital deepening (i.e., more capital will be available to workers) and will contribute to continued improvements in trend labour productivity over the next couple of years. In this regard, the expected rise in machinery and equipment investment, which has been relatively weak in recent years, should support the future performance of labour productivity. However, demographic factors, primarily the aging population, are expected to result in a slowdown in the growth rate of trend labour input and to largely offset these other effects.

On an average annual basis, potential GDP is expected to advance at a rate of around 2 per cent over the projection horizon, with a range of  $\pm 0.3$  percentage points. This is slightly weaker than assumed in the previous projection.

### The sizable amount of excess supply should be absorbed gradually

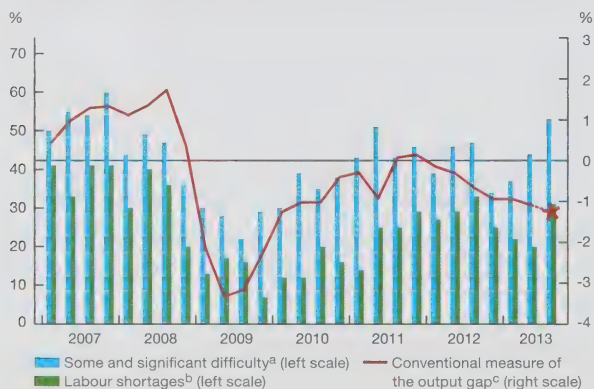
Taking into account the various indicators of capacity pressures, the Bank judges that the amount of slack in the economy in the third quarter of 2013 was between 1 and 2 per cent. While this range for the output gap reflects the significant uncertainty surrounding any point estimate, the Bank is building the base-case economic projection using the midpoint of the range (i.e., 1.5 per cent). This is a somewhat greater degree of slack than expected in the *July Report*, mainly because the level of real GDP in the third quarter was lower than anticipated by 0.4 per cent.

The Bank's conventional measure suggests that the output gap was close to the lower end of the 1 to 2 per cent range (Chart 22).<sup>10</sup> Moreover, recent data from the Bank's autumn *Business Outlook Survey*, which show that the indicators of labour shortages and capacity pressures have increased, are consistent with a gap near the lower end of this range. In the present environment of weak demand and ongoing uncertainty about future demand, firms are using existing capacity more intensively and waiting to make investments that would increase capacity. As they adjust their operations to current needs, more firms are reporting some challenges finding workers with specific skills or for specific positions.

An alternative structural approach (see Appendix A) suggests that the output gap is closer to 2 per cent in the third quarter. This reflects material slack in total hours worked, as well as a level of labour productivity that is considerably below its trend.<sup>11</sup> Other labour market indicators also point to a somewhat greater degree of slack than the conventional measure. For example, the proportion of involuntary part-time workers and the average duration of unemployment are still elevated (Chart 23), and wage increases remain subdued (Chart 24).

With the projected profile for growth in real GDP exceeding the assumed growth of potential output over the next two years, the Bank expects that the economy will gradually return to full production capacity around the end of 2015. On balance, the economy is projected to operate with a slightly larger amount of slack over the next two years than was anticipated in the *July Report*.

**Chart 22: Significant excess capacity remains in the Canadian economy**



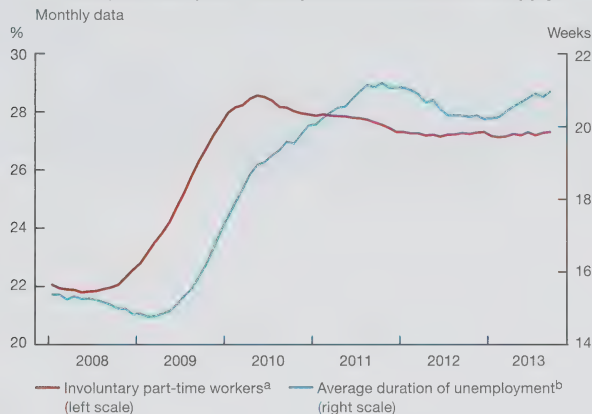
- a. Response to *Business Outlook Survey* question on capacity pressures. Percentage of firms indicating that they would have either some or significant difficulty meeting an unanticipated increase in demand/sales.
- b. Response to *Business Outlook Survey* question on labour shortages. Percentage of firms reporting labour shortages that restrict their ability to meet demand.
- c. Difference between actual output and estimated potential output from the Bank of Canada's conventional measure. The estimate for the third quarter of 2013 (indicated by \*) is based on an increase in output of 1.8 per cent (at annual rates) for the quarter.

Source: Bank of Canada

Last observation: 2013Q3

<sup>10</sup> The conventional measure is based on the extended multivariate filter method (see L. Butler, "The Bank of Canada's New Quarterly Projection Model (QPM), Part 4. A Semi-Structural Method to Estimate Potential Output: Combining Economic Theory with a Time-Series Filter," Technical Report No. 77, Bank of Canada, 1996).

<sup>11</sup> The level of average hours worked continues to be below its trend, driven primarily by youth underemployment.

**Chart 23: Recent data on involuntary part-time work and the average duration of unemployment point to the persistence of excess supply**

a. Expressed as a percentage of total part-time employment, unadjusted, 12-month moving average

b. Expressed as a 12-month moving average, in weeks

Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations

Last observation: September 2013

**Chart 24: Wage increases have been subdued recently**

Sources: Statistics Canada and Human Resources and Skills Development Canada

Last observations: 2013Q2 and 2013Q3

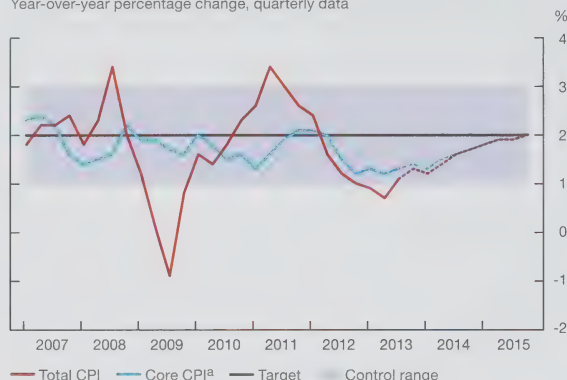
## CPI inflation is expected to return slowly to target

Both core and total CPI inflation remain subdued (Chart 25). With a larger and more persistent amount of excess supply in the economy than projected in July, the return to target is now expected to take place somewhat later than previously anticipated.

Core inflation edged up from an average of 1.2 per cent in the second quarter to an average of 1.3 per cent in the third quarter. Low core inflation continues to reflect persistent material excess capacity in the economy, heightened competitiveness pressures and certain sector-specific factors.

**Chart 25: Total CPI inflation is projected to return slowly to 2 per cent**

Year-over-year percentage change, quarterly data



a. CPI excluding eight of the most volatile components and the effect of changes in indirect taxes on the remaining components

Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

These factors include the impact of the unwinding of the sharp rise in global agricultural prices on core food prices, as well as lower auto insurance premiums in Ontario.

Various alternative measures of core inflation have all fallen to well below 2 per cent since the second half of 2012 (**Chart 12**).<sup>12</sup> Abstracting from idiosyncratic developments that affect some of these measures, the Bank assesses underlying inflation to be around 1.5 per cent.

The estimated impact of temporary factors on inflation is subject to some uncertainty. The Bank's base-case projection assumes that these temporary factors will gradually dissipate in coming quarters. Competitiveness pressures in the retail sector are expected to continue to dampen the level of prices, although their effects on the inflation rate are expected to dissipate in late 2014. With well-anchored inflation expectations, core inflation is projected to return slowly to 2 per cent around the end of 2015 as excess capacity is absorbed.<sup>13</sup>

Total CPI inflation also remains subdued, at just above 1 per cent on average in the third quarter, up from an average of 0.7 per cent in the second quarter. This reflects not only the rise in core inflation but also firmer prices for a number of volatile components, notably gasoline. The lower level of total CPI inflation relative to core largely reflects downward pressure from mortgage interest costs. Total CPI inflation is expected to return gradually to target around the end of 2015.

<sup>12</sup> A new measure has recently been added to the Bank's set of alternative measures of core inflation. Labelled the "common component" of CPI, the new measure is designed to extract the component of inflation that is common across all the individual series that make up the CPI. In contrast to some other alternative measures, it is not affected by sector-specific price movements. It also appears to capture price movements that are indicative of fluctuations in aggregate demand in Canada. See M. Khan, L. Morel and P. Sabourin, "The Common Component of CPI: An Alternative Measure of Underlying Inflation for Canada," Bank of Canada Working Paper No. 2013-35.

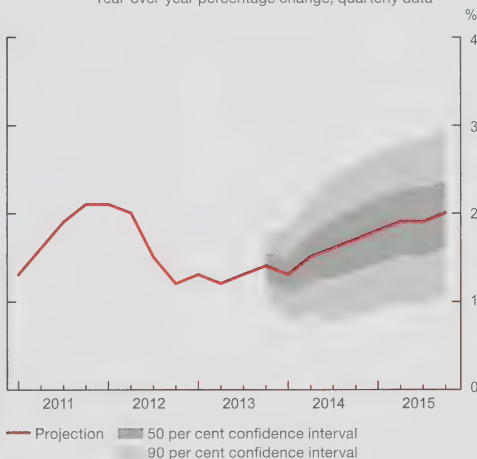
<sup>13</sup> As previously assumed, the indirect effects associated with the restoration of the provincial sales tax in British Columbia are expected to have a minor effect on core inflation over the projection horizon (see the April 2012 *Monetary Policy Report*).

Indicators of inflation expectations remain consistent with the Bank's projection, which shows inflation remaining below the 2 per cent target until around the end of 2015. In this regard, the October Consensus Economics forecasts for total CPI inflation were 1.1 per cent in 2013 and 1.8 per cent in 2014. According to the latest *Business Outlook Survey*, inflation expectations are little changed. While almost all firms expect CPI inflation to be within the Bank's 1 to 3 per cent inflation-control range over the next two years, the majority expect it to remain in the bottom half of that range. A number of firms cited the current lack of inflationary pressures and subdued demand as factors driving their expectations. Market-based measures of longer-term inflation expectations continue to be consistent with the 2 per cent inflation-control target.

A reasonable range around the base-case projection for total inflation in 2014 is  $\pm 0.3$  percentage points (Box 1). This range is intended to measure ex ante forecast uncertainty. A complement to this range is shown in Chart 26 and Chart 27. These fan charts are derived using statistical analysis of ex post errors from the Bank's projection models. They depict the 50 per cent and 90 per cent confidence bands for year-over-year core inflation and total CPI inflation from the fourth quarter of 2013 to the end of 2015.

**Chart 26: Projection for core CPI inflation**

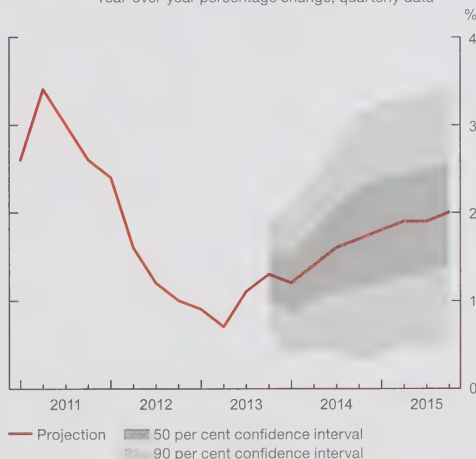
Year-over-year percentage change, quarterly data



Source: Bank of Canada

**Chart 27: Projection for total CPI inflation**

Year-over-year percentage change, quarterly data



Source: Bank of Canada





## Risks to the Inflation Outlook

---

The fundamentals that drive the outlook for inflation are subject to several risks emanating from both the external environment and the domestic economy. The overall uncertainty surrounding the outlook is lower than it was a year ago, in part because the risks of some extreme events, such as a reintensification of the euro-area crisis, are significantly lower. The Bank judges that the risks to the projected inflation path are roughly balanced.

The most important external risks are:

**(i) Stronger growth in advanced economies**

More-robust economic growth than projected in the advanced economies is the major upside risk to inflation in Canada. Once the drag from fiscal policy dissipates, the United States is poised for faster growth, given the adjustments that have already occurred in the financial and household sectors. Growth in Europe and Japan has been faster than expected. The combined effect might produce a virtuous circle in which a more rapid recovery boosts confidence that will feed back into demand. Greater global demand would in turn translate into higher exports for Canada, rising commodity prices and an improvement in the terms of trade, which will support higher incomes and spending.

**(ii) A more protracted and difficult euro-area recovery**

Despite the recent improvement in economic conditions in the euro area and the reduced risk of a reintensification of the euro-area crisis, labour markets remain severely stressed, and progress on critical reforms has been slow. This could lead to a more protracted and difficult recovery, punctuated by renewed bouts of financial turbulence and uncertainty. Since Canada's direct trade links to the euro area are limited, the effects would be felt mainly through confidence and financial channels, as well as through indirect trade links.

The most important domestic risks are:

**(i) Weaker exports**

Canada's exports have been much weaker than anticipated and only a portion of that weakness can be explained by slower growth in foreign demand. While the base-case forecast assumes that the wedge between the level of exports and foreign demand will persist over the projection period, there is a possibility that exports could be even weaker than assumed. This risk could materialize if, for example, competitiveness challenges are greater than anticipated, resulting in an even larger loss of market share than assumed for exports. Reduced exports would likely translate into slower growth in business

investment, since there would be less need to expand capacity. Together, weaker exports and business investment would pose a downside risk to inflation.

(ii) **Domestic momentum builds faster than expected as confidence returns**

Uncertainty about the strength of domestic and foreign demand is weighing heavily on firms' investment intentions. Once the recovery in foreign demand becomes more solidly entrenched, and with domestic demand continuing to grow at a moderate pace, business sentiment could improve rapidly. The sequence of stronger exports, rising confidence and increased investment could result in stronger overall growth and is an upside risk to the inflation outlook.

(iii) **Disorderly unwinding of household sector imbalances**

The elevated level of household debt and stretched valuations in some segments of the housing market remain an important downside risk to the Canadian economy. The continued slowing in household credit growth and the rise in mortgage interest rates point to a gradual unwinding of household imbalances. However, recent data suggest some risk of renewed momentum in the housing market. This would provide a temporary boost to economic activity, but could exacerbate existing imbalances and therefore increase the probability of a correction later on. Such a correction could have sizable spillover effects to other parts of the economy and to inflation.

## Appendix A: Potential Output

This appendix provides details on how potential output is estimated and an analysis of its likely evolution through to 2016. Identifying the current level of potential output enables the Bank of Canada to estimate the output gap, and the projection of potential output growth sheds light on the prospects for economic growth in Canada.

### Estimating Potential Output

Potential output is the level of output that can be sustained in an economy without adding to inflationary pressures. Estimating potential output is difficult because it is not directly observable. The Bank therefore relies on various models, indicators and judgment to arrive at an estimate that includes both historical and future growth. To help assess potential output, estimates based on demographic cohorts and production functions are used. Such estimates incorporate (among other things) information about demographics, wealth, investment and labour market developments. In the process, potential output can be decomposed into separate analyses of trend labour input (total hours worked) and trend labour productivity (real output per hour worked).

### Potential Output Growth in Canada:

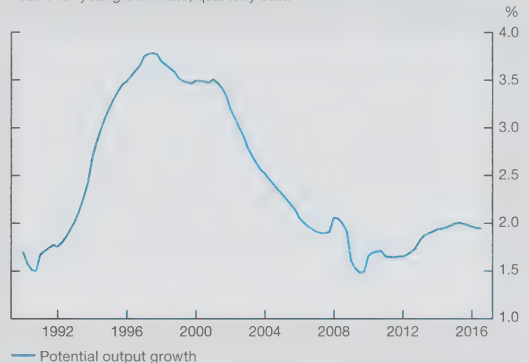
#### A Historical Perspective

The growth rate of potential output can vary significantly over time. In Canada, potential output growth over the past 20 years can be divided into three distinct periods: the pickup in the mid-to-late 1990s; the slowdown in the 2000s; and the recession and beyond (Chart A-1).

The early 1990s were characterized by a significant strengthening in the growth rate of potential output. Beginning in about 1993, potential output began to increase with the start of the boom in technology production. Many new and innovative companies appeared on the Canadian business landscape, and often became industry leaders in the development and production of information and communication technologies (ICT). Both labour and capital flowed into this high-value-added industry, simultaneous with a productivity boom that continued until 2000. Throughout this period, the growth of trend labour input remained stable.

**Chart A-1: The growth rate of potential output is expected to remain fairly stable around 2 per cent over the projection horizon**

Year-over-year growth rate, quarterly data



Source: Bank of Canada calculations and projections

After 2000, productivity growth in Canada began a decline that would continue throughout the decade. The drop-off was characterized by weak investment in new technology, and a significant gap continued to exist between Canada and the United States in terms of ICT stock per worker.<sup>1</sup> With stable growth in trend labour input, this decline in labour productivity growth translated into a near one-for-one slowdown in potential output growth.

(continued...)

<sup>1</sup> The reasons behind Canada's weak investment and poor productivity performance since 2000 are manifold. They range from the greater prevalence in Canada than in the United States of small businesses that are less likely to invest in new technologies to the role of the appreciation of the Canadian dollar in eroding the competitiveness of Canada's exporters, and lags associated with the economy's adjustment to commodity price shocks. It is also possible that U.S. firms took more advantage of offshoring and outsourced the least-productive stages of production, which contributed to the growing productivity gap between the two countries. Finally, there are measurement challenges for both output and prices (particularly in the resource and service sectors) that could be playing a role in the decline in the growth rate of Canadian labour productivity.

## Appendix A (continued)

The recent recession led to a sudden drop in the growth rate of potential output. Some businesses shut their doors, capital was scrapped or left idle, and firms continued to use older vintages of capital as investment dried up, precipitating a drop in the trend labour productivity growth. Since the recession, there has been a small increase in trend labour productivity growth, reflecting a slow, but steady, recovery. Firms have yet to make major investments in new, productivity-enhancing machinery and equipment (M&E), but continue to undertake small upgrades that are improving productive capacity at the margin. Beginning around 2008, however, the effects of an aging population on labour supply also became more noticeable. As more baby boomers approach retirement age, there will likely be a persistent decline in the growth rate of trend labour input (hours worked), which will dampen potential output growth.

## The Outlook: Where Is Potential Output Headed?

The growth rate of potential output is expected to remain fairly stable at around 2 per cent in the next three years (Table A-1), since the projected pickup in the growth rate of trend labour productivity will be offset by a further decline in the growth of trend labour input.

Table A-1: Assumptions for the growth of potential output

	2013	2014	2015	2016
Potential output growth	1.9 (2.1)	1.9 (2.2)	2.0 (2.1)	1.9
Trend labour input growth	0.8 (0.8)	0.7 (0.7)	0.6 (0.6)	0.5
Trend labour productivity growth	1.1 (1.3)	1.2 (1.5)	1.4 (1.5)	1.4

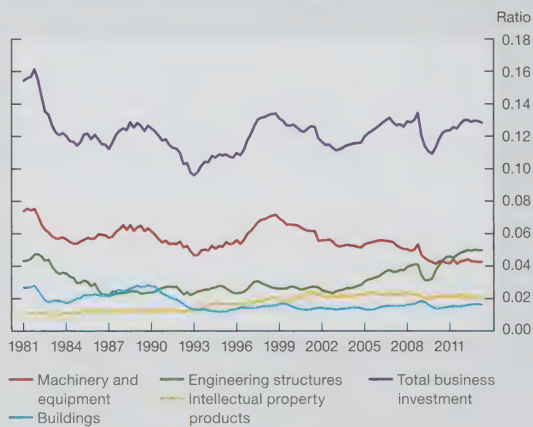
Note: Figures in parentheses correspond to October 2012 estimates.

The forecast for potential output growth has been revised down slightly owing to lower-than-expected labour productivity growth in the last half of 2012 and the first half of 2013, as well as the delay in the expected pickup in demand for exports and investment. Both of these factors have led to small downward revisions to the profile for trend labour productivity growth throughout the projection period and, hence, to the projection for potential output growth. Moreover, this revised forecast better balances the risks surrounding potential output growth.

The continued slowdown in the growth rate of trend labour input over the projection period reflects a combination of reduced employment rates associated with aging baby boomers and a slowdown in the growth rate of new labour force entrants, owing to relatively low fertility rates over the past 20 years. Uncertainty surrounds the projection for trend

Chart A-2: Total business investment is high relative to GDP, mainly reflecting strong gains in engineering activity

Ratio of nominal business investment to nominal GDP, quarterly data



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations

Last observation: 2013Q2

labour input, particularly that related to the future participation rate and average hours worked by older workers, which will depend importantly on their financial situation.

Trend labour productivity growth is expected to rise throughout the projection period, reaching 1.4 per cent in 2015. Robust investment growth over the projection horizon will contribute to an acceleration in capital deepening, further building on the currently elevated ratio of investment relative to the capital stock and the current high share of investment in GDP (Chart A-2).

Since the recession, the relatively high level of investment spending has been supported primarily by investment in engineering in the mining, oil and gas sector (Chart A-2). Relative to historical standards, investment remains weak in productivity-improving M&E and in research and development (R&D). Investment in M&E contributes directly to productivity through capital deepening. Both investment in M&E and in R&D are also associated with the adoption of new technologies and processes that have a further positive effect on productivity.

As foreign activity and exports pick up over the projection horizon and Canadian firms increase their investment in M&E, a rebound in the rate of labour productivity growth is expected through both of these channels. Other factors that are expected to contribute to the recovery in the growth of trend labour productivity are Canada's highly educated workforce, which will enable the quick and efficient adoption

(continued...)



---

Appendix A (*continued*)

of new technologies, and the continued adjustment to the strong Canadian dollar as firms adapt to highly competitive international markets and make the necessary investments to become more productive.

A sensitivity analysis of the various assumptions on which the projection is based suggests a range of growth of  $\pm 0.3$  percentage points around the base case. For instance, a plausible upper bound for potential output growth in 2014 is judged to be about 2.2 per cent, which assumes no slowdown in trend labour input growth from population aging relative to 2013

(0.8 per cent) and trend labour productivity of 1.4 per cent. This is a significant increase from 1.1 per cent in 2013 and a rate materially higher than the historical average of 1.1 per cent. On the downside, there could be a small outright decline in trend labour productivity growth (to 1 per cent) relative to 2013, while the slowdown in trend labour input growth could be more pronounced than anticipated, with a plausible lower bound judged to be about 0.6 per cent. Together, these growth rates imply a growth rate for potential in 2014 of 1.6 per cent.

---

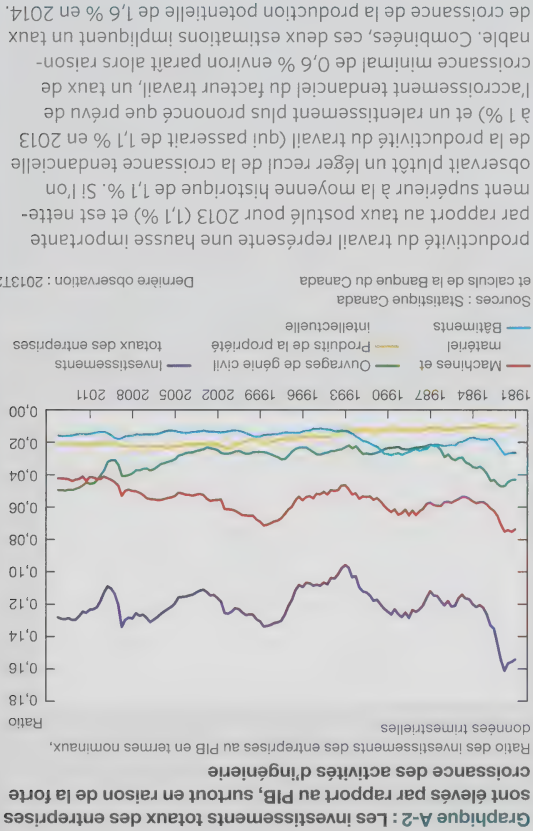


Annexe A (suite)

destinés à rehausser la productivité et les investissements en recherche-développement restent faibles. Les investissements en machines et matériel concourent directement à l'amélioration de la productivité par l'approfondissement du capital. Tant ces investissements que ceux en recherche-développement peuvent aussi conduire à l'adoption de nouvelles technologies et de nouveaux processus ayant des retombées positives additionnelles sur la productivité.

On s'attend à ce que la remontée de l'activité étrangère et des exportations au cours de la période de projection, combinée à l'augmentation des investissements en machines et matériel au Canada, donne lieu à un redressement du taux de croissance de la productivité du travail. D'autres facteurs devraient également y contribuer : le fait que la main-d'œuvre canadienne soit très instruite, ce qui favorisera l'adoption rapide et efficace des nouvelles technologies; et les efforts que les entreprises devront continuer à fournir pour s'adapter à la force du dollar canadien et faire face à la vive concurrence sur les marchés internationaux, lesquels impliquent qu'elles effectuent les investissements nécessaires pour accroître leur productivité.

Une analyse de la sensibilité des résultats aux diverses hypothèses sur lesquelles se fondent les projections laisse entrevoir un écart de croissance de  $\pm 0,3$  point de pourcentage par rapport au scénario de référence. À titre d'exemple, à supposer que le vieillissement de la population n'entraîne aucun ralentissement de la croissance tendancielle du facteur travail par rapport à son niveau en 2013 (0,8 %) et que le taux d'augmentation tendanciel de la productivité du travail s'élève à 1,4 %, un taux de croissance maximal de la production potentielle de quelque 2,2 % en 2014 est jugé plausible. Ce taux d'augmentation de la



productivité du travail représente une hausse importante par rapport au taux postulé pour 2013 (1,1 %) et est nettement supérieure à la moyenne historique de 1,1 %. Si l'on observait plutôt un léger recul de la croissance tendancielle de la productivité du travail (qui passerait de 1,1 % en 2013 à 1 %) et un ralentissement plus prononcé que prévu de l'accroissement tendanciel du facteur travail, un taux de croissance minimal de 0,6 % environ paraît alors raisonnable. Combinées, ces deux estimations impliquent un taux de croissance de la production potentielle de 1,6 % en 2014.

décennie, et qui serait caractérisé par un faible niveau

d'investissement dans les nouvelles technologies et la persistance d'un écart important entre le Canada et les États-Unis pour ce qui est du stock de capital TIC par travailleur. Du fait de la stabilité du taux d'augmentation tendanciel du facteur travail, le recul de la progression de la productivité du taux de croissance a provoqué une diminution abrupte du taux de croissance de la production potentielle.

La récente récession a provoqué une diminution abrupte du taux de croissance de la production potentielle. Certaines entreprises ont fermé leurs portes, des équipements ont été mis au rebut ou à l'arrêt, et les firmes ont continué d'utiliser leur vieux matériel lorsque les investissements se sont taris, ce qui a fait chuter le taux d'accroissement tendanciel de la productivité du travail. Depuis la récession, ce dernier a légèrement augmenté, à la faveur d'une reprise lente mais constante de l'activité. Les entreprises n'ont pas encore investi massivement dans l'achat de machines et de matériel neufs en vue d'améliorer la productivité, mais elles continuent de procéder à de petites mises à niveau qui accroissent marginalement leur capacité de production. Cependant, aux alentours de 2008, les répercussions du vieillissement de la population sur l'offre de main-d'œuvre sont aussi devenues plus visibles. À mesure que les baby-boomers approcheront de l'âge de la retraite, on constatera probablement une baisse durable du taux d'augmentation tendanciel du facteur travail (nombre d'heures travaillées), qui bridera l'expansion de la production potentielle.

**Perspectives en matière de production potentielle**

Le taux de croissance de la production potentielle devrait demeurer assez stable, soit aux environs de 2 %, durant les trois prochaines années (Tableau A-1), puisque le redressement projeté du rythme d'accroissement tendanciel de la productivité du travail sera contrebalancé par un nouveau recul du taux d'augmentation tendanciel du facteur travail. Les prévisions relatives à la croissance de la production potentielle ont été revues légèrement à la baisse parce que la hausse de la productivité du travail au cours du deuxième

De multiples raisons expliquent l'atonie des investissements et la piètre tenue de l'économie canadienne au chapitre de la productivité depuis 2000. Mentionnons, entre autres, le fait que les petites entreprises, qui sont moins enclines à investir dans de nouvelles technologies, sont plus répandues au Canada qu'aux États-Unis; le rôle de l'appréciation du dollar canadien dans l'érosion de la compétitivité des exportateurs canadiens; et les délais d'ajustement possibles que les sociétés américaines produisent de base. Il est également possible que les sociétés américaines aient davantage eu recours à la délocalisation et aient externalisé les maillons de la chaîne de production les moins productifs, ce qui a contribué à creuser l'écart de productivité entre les deux pays. Enfin, certains problèmes de mesure de la production et des prix (en particulier dans les secteurs des ressources naturelles et des services) pourraient être à l'origine d'une partie de la baisse du taux de croissance de la productivité du travail au Canada.

**Tableau A-1 : Taux d'accroissement postulés de la production potentielle**

Croissance de la production potentielle	Croissance tendancielle du facteur travail	Croissance tendancielle de la productivité du travail	2013			
			2013	2014	2015	2016
1,9 (2,1)	1,9 (2,2)	0,8 (0,8)	1,1 (1,3)	1,2 (1,5)	1,4 (1,5)	1,4

Nota : Les estimations d'octobre 2012 sont indiquées entre parenthèses.

semestre de 2012 et du premier semestre de 2013 a été inférieure aux attentes et que la remontée escomptée de la demande d'exportations et d'investissements a tardé à se matérialiser. Ces deux facteurs ont provoqué de petites révisions à la baisse du profil d'accroissement tendanciel de la productivité du travail pendant la période de projection, et donc de la projection relative à la croissance de la production potentielle. De plus, les risques qui pèsent sur la croissance de la production potentielle sont mieux équilibrés dans cette prévision corrigée.

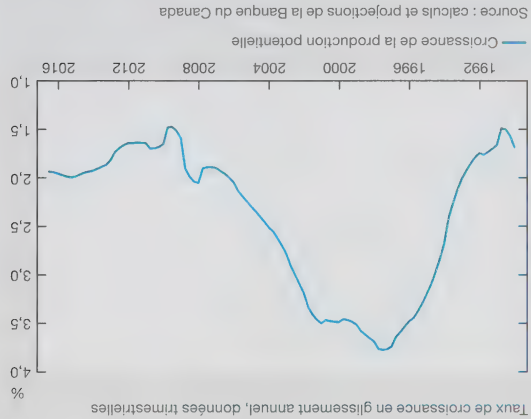
Le ralentissement continu du taux d'augmentation tendanciel du facteur travail au cours de la période de projection reflète l'incidence conjuguée de la réduction des taux d'emploi imputable au vieillissement des baby-boomers et de la diminution de la croissance du nombre d'entrants sur le marché du travail, qui est due aux taux de fécondité relativement bas des vingt dernières années. Une marge d'incertitude entoure la projection relative à la hausse tendancielle du facteur travail, spécialement pour ce qui est du taux d'activité des travailleurs âgés à l'avenir et du nombre moyen d'heures que ceux-ci travailleront, des choix intimement liés à leur situation financière.

Le taux de croissance tendanciel de la productivité du travail devrait augmenter tout au long de la période de projection et atteindre 1,4 % en 2015. La progression solide des investissements pendant cette période contribuera à une intensification accrue du capital, ce qui fera encore progresser le ratio des investissements au stock de capital et la part de l'investissement dans le PIB, tous deux déjà élevés depuis la récession, le niveau relativement important des dépenses d'investissement a été soutenu principalement par la croissance des activités d'ingénierie dans les secteurs minier, pétrolier et gazier (Graphique A-2). Au regard du passé, les investissements en machines et matériel

(suite à la page suivante)

## Annexe A : La production potentielle

**Graphique A-1 : Le taux de croissance de la production potentielle devrait demeurer assez stable, soit aux environs de 2 %, pendant la période de projection**



La présente annexe fournit des précisions sur la méthode d'estimation de la production potentielle de même qu'une analyse de son évolution probable d'ici 2016. La détermination du niveau actuel de cette variable permet à la Banque du Canada d'estimer l'écart de production, tandis que l'établissement de projections quant à la croissance de la production potentielle apporte un éclairage utile sur les perspectives d'expansion économique au pays.

### Estimation de la production potentielle

La production potentielle correspond au niveau de production que peut générer une économie de façon soutenue sans attiser les pressions inflationnistes. La production potentielle est difficile à estimer, car elle ne peut être observée directement. Par conséquent, la Banque a recours à divers modèles et indicateurs et à son jugement pour parvenir à une estimation tant de la croissance passée de la production potentielle que de celle à venir. À cette fin, elle se sert d'estimations

qui sont fondées sur les cohortes démographiques et des fonctions de production et qui intègrent, notamment, des données sur l'évolution de la démographie, de la richesse, des investissements et du marché du travail. L'analyse de la production potentielle peut être scindée en deux parties, l'une portant sur la croissance tendancielle du facteur travail (nombre total d'heures travaillées) et l'autre sur la croissance tendancielle de la productivité du travail (production réelle par heure travaillée).

### Croissance de la production potentielle au Canada : perspective historique

Le taux de croissance de la production potentielle peut varier considérablement au fil du temps. Au Canada, son évolution au cours des vingt dernières années peut être découpée en trois périodes distinctes : accélération du milieu à la fin des années 1990; ralentissement dans les années 2000; récession et années suivantes (Graphique A-1).

Le début des années 1990 a été marqué par un renforcement notable de la croissance de la production potentielle. Vers 1993, la production potentielle a commencé de s'accroître, avec l'essor naissant du secteur des technologies. Une foule d'entreprises novatrices sont alors apparues dans le paysage canadien, dont bon nombre sont devenues des chefs de file en matière d'innovation et de production de technologies de l'information et des communications (TIC). La main-d'œuvre et les capitaux ont afflué vers ce secteur à forte valeur ajoutée, et la productivité s'est beaucoup améliorée jusqu'en 2000. Tout au long de cette période, le taux d'augmentation tendanciel du facteur travail est resté stable.

Après 2000, la croissance de la productivité au Canada a entamé un ralentissement qui allait durer toute la

(suite à la page suivante)



Les principaux risques internes sont les suivants :

- 1) **Affaiblissement des exportations**  
 Ces derniers temps, les exportations canadiennes ont été beaucoup plus faibles que prévu, et cette faiblesse ne peut s'expliquer qu'en partie par un ralentissement de la demande étrangère. Dans son scénario de référence, la Banque prend pour hypothèse que le décalage entre le niveau des exportations et la demande étrangère persistera au cours de la période de projection; il se pourrait néanmoins que le secteur des exportations soit encore plus déprimé qu'elle ne l'avait prévu. Ce risque pourrait se matérialiser si, par exemple, les problèmes de compétitivité se révélaient plus importants qu'anticipé et entraîneraient des pertes de parts de marché encore plus lourdes qu'on ne l'entrevoit dans les produits exportés. Un repli des exportations inciterait probablement les entreprises à ralentir leurs investissements, puisque l'élargissement des capacités deviendrait moins nécessaire pour elles. L'affaiblissement des exportations conjugué à celui des investissements constituerait un risque à la baisse en matière d'inflation.
- 2) **Renforcement plus rapide de la croissance intérieure à la faveur du retour de la confiance**  
 L'incertitude qui règne quant à la robustesse de la demande intérieure et étrangère pèse lourdement sur les intentions d'investissement des entreprises. À partir du moment où la relance de la demande étrangère sera plus solidement ancrée, et pourvu que l'essor de la demande intérieure se poursuive à une cadence modérée, il se pourrait que les entreprises reprennent rapidement confiance. La hausse des exportations, le regain de confiance et l'intensification des investissements qui s'ensuivraient se traduiraient par une croissance globalement plus vigoureuse de l'activité, ce qui représente un risque à la hausse pour la projection liée à l'inflation.
- 3) **Correction désordonnée des déséquilibres dans le secteur des ménages**  
 Le haut niveau d'endettement des ménages et les prix élevés observés dans certains segments du marché du logement constituent toujours un important risque à la baisse pesant sur l'économie canadienne. Le ralentissement continu de la croissance des crédits aux ménages et la montée des taux d'intérêt hypothécaires donnent à penser que les déséquilibres affectant le secteur des ménages se résorbent graduellement. Toutefois, des données récentes laissent entrevoir un risque de regain de dynamisme sur le marché du logement, lequel stimulerait momentanément l'activité économique, mais pourrait aussi exacerber les déséquilibres actuels et accroître la probabilité d'une correction ultérieure. Une telle correction pourrait avoir des répercussions notables sur d'autres secteurs de l'économie et sur l'inflation.

## Les risques entourant les perspectives d'inflation

Plusieurs risques liés à la conjoncture extérieure ainsi qu'à la situation économique intérieure pèsent sur les facteurs fondamentaux qui influent sur les perspectives d'inflation. Globalement, les incertitudes entachant ces perspectives sont moins élevées qu'il y a un an, notamment parce que le risque de survenue d'événements extrêmes, comme une recrudescence de la crise dans la zone euro, est beaucoup moins important. La Banque estime que les risques entourant sa projection de l'évolution de l'inflation sont relativement équilibrés.

Les principaux risques associés à la conjoncture extérieure sont les suivants :

### 1) Croissance plus forte des économies avancées

Le principal risque à la hausse en matière d'inflation au Canada tient à la possibilité que la croissance économique soit plus vigoureuse que projetée dans les économies avancées. Or, on s'attend à ce que la croissance redécroisse aux États-Unis dès que les obstacles liés à la politique budgétaire seront levés, compte tenu des ajustements qui ont déjà été réalisés dans le secteur financier et dans celui des ménages. En outre, l'Europe et le Japon ont enregistré un rythme d'expansion plus rapide que prévu. Ensemble, ces évolutions pourraient créer un cercle vertueux dans lequel l'accélération de la croissance aviverait la confiance, laquelle viendrait à son tour alimenter la demande. L'essor de la demande mondiale ainsi engendré se traduirait au Canada à la fois par une montée des exportations, un renchérissement des produits de base et une amélioration des termes de l'échange, soit des facteurs favorables à la progression des revenus et des dépenses.

### 2) Reprise plus lente et plus difficile dans la zone euro

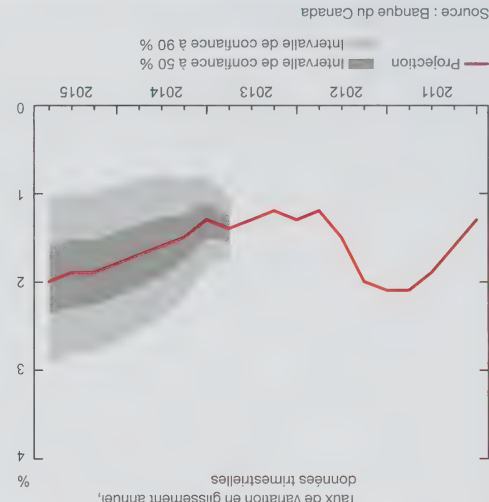
Malgré l'amélioration récente des conditions économiques et l'atténuation du risque de recrudescence de la crise dans la zone euro, les marchés du travail restent en proie à de fortes tensions et la mise en œuvre de réformes cruciales progresse avec lenteur. Par conséquent, le redémarrage de l'activité pourrait être plus long et plus difficile, et s'opérer sur fond d'épisodes de résurgence de l'instabilité financière et de l'incertitude. Comme le Canada a des liens commerciaux directs limités avec l'Europe, il en ressentirait les effets principalement par les canaux de la confiance, de l'activité financière et des liens commerciaux indirects.

référence, mais aussi au raffermissement des prix de plusieurs composantes plus faible que celui de l'indice de référence principalement en raison des pressions à la baisse exercées par les coûts des intérêts hypothécaires. L'inflation mesurée par l'IPC global devrait retourner graduellement à la cible d'ici la fin de 2015 environ.

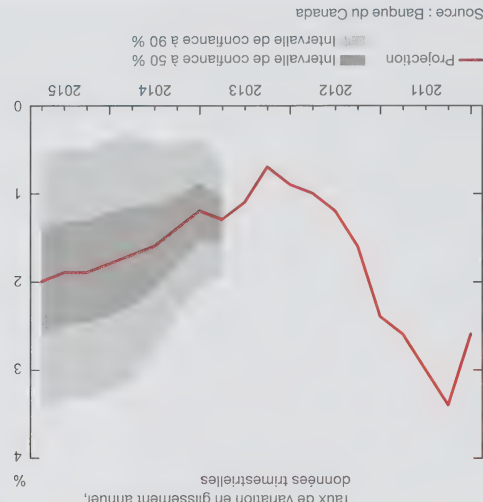
Les indicateurs des attentes d'inflation demeurent conformes à la projection de la Banque selon laquelle l'inflation devrait rester en deçà de la cible de 2 % jusqu'au début de l'été 2015. À cet égard, les compilations de Consensus Economics publiées en octobre font état de taux d'accroissement prévus de l'IPC global de 1,1 % pour 2013 et de 1,8 % pour 2014. Selon les résultats de la dernière enquête sur les perspectives des entreprises, les attentes d'inflation ont peu changé. Bien que presque toutes les firmes prévoient que le taux d'accroissement de l'IPC se situera, au cours des deux prochaines années, à l'intérieur de la fourchette de maîtrise de l'inflation de 1 à 3 % visée par la Banque, la majorité d'entre elles sont d'avis qu'il continuera d'évoluer dans la moitié inférieure de cette fourchette. Plusieurs entreprises ont indiqué que leurs attentes étaient motivées par l'absence de pressions inflationnistes et la demande modérée observées à l'heure actuelle. Les mesures des attentes d'inflation à long terme issues du marché continuent de concorder avec la cible de 2 %.

Un intervalle raisonnable autour de la projection de référence concernant l'inflation mesurée par l'IPC global en 2014 est de  $\pm 0,3$  point de pourcentage (Encadré 1). En complètement à cet intervalle, qui vise à déterminer l'incertitude *ex ante* de la prévision, des graphiques en éventail sont également fournis (Graphique 26 et Graphique 27). Ces graphiques sont obtenus au moyen d'une analyse statistique des erreurs *ex post* des modèles de projection de la Banque. Ils présentent les intervalles de confiance à 50 % et à 90 % relatifs au rythme d'augmentation en glissement annuel de l'indice de référence et de l'IPC global pour la période allant du quatrième trimestre de 2013 à la fin de 2015.

**Graphique 26 : Projection relative à l'inflation mesurée par l'indice de référence**



**Graphique 27 : Projection relative à l'inflation mesurée par l'IPC global**



**Graphique 25 : L'inflation mesurée par l'IPC global devrait retourner lentement à 2 %**

a. Indice excluant huit des composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes

Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

de refléter une marge notable et persistante de capacités inutilisées dans l'économie, des pressions concurrentielles accrues ainsi que certains facteurs sectoriels. Au nombre de ces facteurs figurent, d'une part, les répercussions, sur les prix des aliments inclus dans l'indice de référence, de la résorption de la flambee des cours mondiaux des produits agricoles et, d'autre part, les primes d'assurance automobile plus basses en Ontario.

Diverses autres mesures de l'inflation fondamentale sont toutes descendues bien en deçà de 2 % depuis le second semestre de 2012 (graphique 12)<sup>12</sup>. Si l'on élimine les facteurs idiosyncrasiques qui influent sur certaines de ces mesures, la Banque estime que l'inflation sous-jacente se chiffre à environ 1,5 %.

L'estimation de l'incidence des facteurs temporaires sur l'inflation est entachée d'une certaine incertitude. Dans son scénario de référence, la Banque postule que ces facteurs temporaires disparaîtront progressivement au cours des trimestres à venir. Les pressions concurrentielles chez les détaillants devraient continuer de limiter le niveau des prix, mais leurs répercussions sur le taux d'inflation devraient se dissiper à la fin de 2014. Les attentes d'inflation étant bien ancrées, l'inflation mesurée par l'indice de référence devrait retourner lentement à 2 % d'ici la fin de 2015 environ, à la faveur de la résorption des capacités inutilisées<sup>13</sup>.

L'inflation mesurée par l'IPC global demeure également basse, se situant juste au-dessus de 1 % en moyenne au troisième trimestre, en hausse par rapport au taux moyen de 0,7 % enregistré au deuxième trimestre. Ce mouvement tient non seulement à la progression de l'inflation mesurée par l'indice de

<sup>12</sup> La Banque a récemment ajouté un nouvel indice à sa panoplie de mesures de l'inflation fondamentale.

Désigné par le terme « composante commune » de l'IPC, la nouvelle mesure est conçue pour faire ressortir la composante de l'inflation qui est commune à toutes les séries de données constituant l'IPC.

Contrairement à d'autres indicateurs, la composante commune n'est pas influencée par les variations de prix propres à certains secteurs. Par ailleurs, elle semble rendre compte des variations de prix

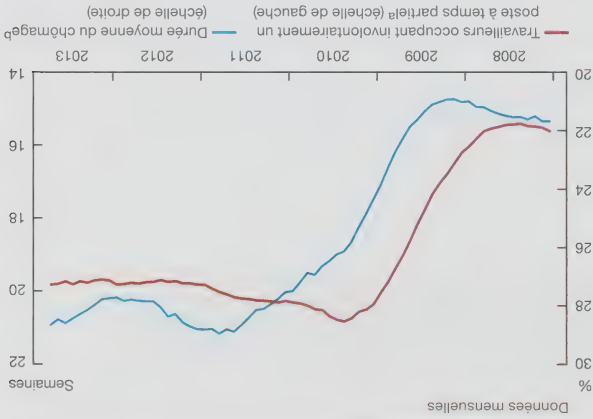
qui sont révélées des fluctuations de la demande globale au Canada. Voir M. Khan, L. Morel et P. Sabourin (2013), *The Common Component of CPI: An Alternative Measure of Underlying Inflation for*

*Canada*, document de travail n° 2013-35, Banque du Canada.

<sup>13</sup> Comme on le supposait auparavant, les effets indirects associés au rétablissement de la taxe de vente provinciale en Colombie-Britannique devaient avoir une influence mineure sur l'inflation mesurée par

l'indice de référence au cours de la période de projection (voir la livraison d'avril 2012 du *Rapport*).

**Graphique 23 : Les données récentes sur le travail à temps partiel involontaire et la durée moyenne du chômage laissent entrevoir une offre excédentaire persistante**



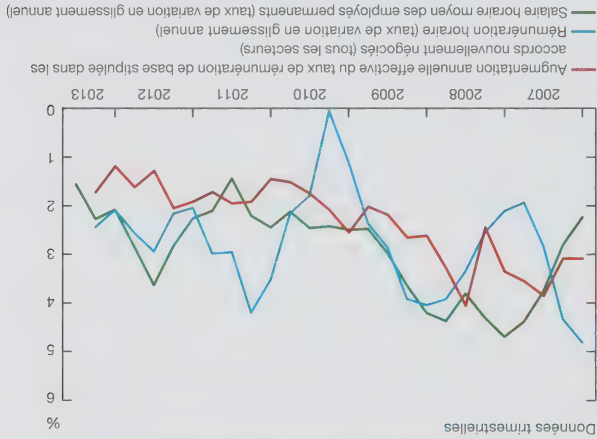
a. En pourcentage de l'emploi à temps partiel total; données non désaisonnalisées, moyenne mobile sur 12 mois

b. En nombre de semaines, moyenne mobile sur 12 mois

Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : septembre 2013

**Graphique 24 : Les récentes hausses de salaire ont été modérées**



Sources : Statistique Canada et Ressources humaines et Développement des compétences Canada

Dernières observations : 2013T2 et 2013T1

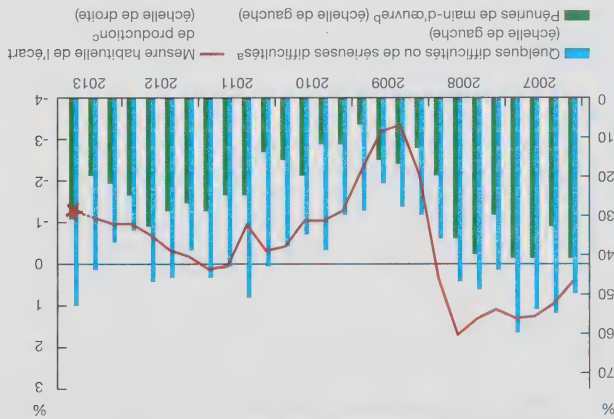
L'inflation mesurée par l'IPC devrait revenir lentement à la cible

L'inflation mesurée par l'indice de référence et l'inflation mesurée par l'IPC global demeurent basses (Graphique 25). L'offre excédentaire au sein de l'économie étant plus grande et plus persistante qu'on ne s'y attendait en juillet, la Banque prévoit maintenant que l'inflation retournera à la cible un peu plus tard qu'elle ne l'anticipait auparavant.

Le rythme d'augmentation de l'indice de référence s'est quelque peu accru, passant en moyenne de 1,2 % au deuxième trimestre à 1,3 % au troisième trimestre. Le bas niveau de l'inflation mesurée par l'indice de référence continue



Graphique 22 : L'économie canadienne continue d'afficher une marge de capacités excédentaires importante



a. Réponses à la question relative aux pressions sur la capacité de production, dans l'enquête sur les perspectives des entreprises. Pourcentage des entreprises ayant indiqué qu'elles auraient quelques difficultés ou de sérieuses difficultés à répondre à une hausse inattendue de la demande ou des ventes.  
b. Réponses à la question relative aux pénuries de main-d'œuvre, dans l'enquête citée précédemment. Pourcentage des entreprises ayant déclaré connaître une pénurie de main-d'œuvre qui restreint leur capacité de répondre à la demande.  
c. Différence entre la production observée et la production potentielle estimée selon la mesure qu'utilise habituellement la Banque du Canada. La valeur estimée de l'écart pour le troisième trimestre de 2013 (indiquée par l'étoile) se fonde sur une augmentation prévue de la production de 1,8 % (en rythme annuel) pour ce trimestre.

Source : Banque du Canada

Dernière observation : 2013T3

qui accroîtraient ces capacités. Comme elles ajustent leurs opérations aux besoins actuels, un plus grand nombre d'entre elles signalaient avoir quelques difficultés à recruter des travailleurs possédant certaines compétences ou pouvant pourvoir des postes particuliers.

Selon une autre méthode structurelle (voir l'Annexe A), l'écart de production au troisième trimestre serait plus près de 2 %. Ce résultat reflète un excédent considérable au chapitre du nombre total d'heures travaillées et rend compte d'un niveau de la productivité du travail qui est nettement au-dessous de sa tendance<sup>11</sup>. D'autres indicateurs du marché du travail laissent également entrevoir une marge de ressources inutilisées un peu plus grande que ne l'indiquent la mesure habituelle de la Banque. Par exemple, le pourcentage de travailleurs occupant involontairement un emploi à temps partiel et la durée moyenne du chômage sont encore élevés (Graphique 23), et les hausses de salaire demeurent modérées (Graphique 24).

Comme, au cours des deux prochaines années, la croissance projetée du PIB réel devrait dépasser le taux de progression postulé de la production potentielle, la Banque s'attend à ce que l'économie retourne graduellement à son plein potentiel d'ici la fin de 2015 environ. Dans l'ensemble, l'économie devrait afficher durant les deux années à venir une marge de capacités excédentaires un peu plus importante qu'on ne l'envisageait dans le

Rapport de juillet.

11 Le niveau des heures travaillées en moyenne demeure en deçà de sa tendance, en raison surtout du sous-emploi chez les jeunes.

## La croissance de la production potentielle devrait rester relativement stable

La production potentielle a progressé à une cadence nettement plus lente pendant la récession (voir l'Annexe A). L'expansion de la production potentielle au Canada a amorcé une reprise graduelle en 2010, la croissance tendancielle de la production ayant remonte sous l'effet du redressement marqué des investissements des entreprises<sup>9</sup>. Malgré l'incertitude considérable qui entoure les estimations de la production potentielle, la Banque prévoit que le profil d'évolution des investissements des entreprises se traduira par une poursuite de l'approfondissement du capital (soit une hausse du montant de capital par travailleur) et qu'il contribuera à des améliorations continues de la croissance tendancielle de la productivité du travail au cours des deux prochaines années. À cet égard, l'augmentation attendue des investissements dans les machines et le matériel, lesquels ont été relativement faibles ces dernières années, devrait soutenir la productivité du travail dans l'avenir. Toutefois, des facteurs démographiques, principalement le vieillissement de la population, devraient entraîner un ralentissement du taux de croissance tendancielle du facteur travail et neutraliser en grande partie ces autres effets.

Le PIB potentiel devrait progresser pendant la période de projection à un rythme d'environ 2 %, en moyenne annuelle, à l'intérieur d'un intervalle de  $\pm 0,3$  point de pourcentage. Cette projection est légèrement plus faible que la précédente.

## L'offre excédentaire substantielle devrait se résorber progressivement

À la lumière des divers indicateurs des pressions s'exerçant sur la capacité de production, la Banque estime que la marge de capacités excédentaires au sein de l'économie se situait entre 1 et 2 % au troisième trimestre de 2013. Bien que l'étendue de cette estimation rende compte de l'incertitude marquée qui entoure les différentes estimations ponctuelles de l'écart de production, le scénario de référence de la Banque concernant les perspectives économiques est fondé sur le point médian de cet intervalle (c'est-à-dire 1,5 %). L'excédent des capacités de production est un peu plus élevé qu'on ne l'envisageait dans le *Rapport de juillet*, principalement parce que le niveau du PIB réel au troisième trimestre a été plus bas que prévu dans une proportion de 0,4 %.

Selon la mesure habituellement utilisée par la Banque, l'écart de production était près de la limite inférieure de l'intervalle de 1 à 2 % (Graphique 22)<sup>10</sup>. Les données récentes provenant de l'enquête sur les perspectives des entreprises menées cet automne par la Banque, qui font ressortir une hausse des indicateurs de dépenses de main-d'œuvre et de pressions sur la capacité de production, sont également compatibles avec un écart de production se situant près de la limite inférieure de cet intervalle. Dans le contexte actuel marqué par une atonie de la demande et une incertitude continue au sujet de son évolution future, les firmes exploitent plus intensivement leurs capacités existantes et attendent avant de procéder à des investissements

9 Les tendances exposées dans cette section font abstraction des variations cycliques présentes dans les données brutes.

10 La mesure habituelle de l'écart de production est établie à partir de la méthode des filtres multivariés étendus (voir L. Butler (1996), *The Bank of Canada's New Quarterly Projection Model (QPM)*, Part 4, A Semi-Structural Method to Estimate Potential Output: Combining Economic Theory with a Time-Series Filter, rapport technique n° 77, Banque du Canada).

## La croissance globale devrait se généraliser davantage

Comparativement à ce qui était escompté en juillet, les perspectives de croissance au Canada pour la période de projection sont un peu plus faibles en raison de moindres contributions provenant des exportations nettes et des investissements des entreprises (Tableau 2 et Tableau 3). La Banque prévoit que la vigueur sous-jacente de l'économie canadienne s'améliorera jusqu'à la fin de 2014 à la faveur du raffermissement de la demande extérieure et de l'accroissement de la confiance des entreprises. En moyenne annuelle, la croissance du PIB réel devrait passer de 1,6 % en 2013 à 2,3 % en 2014 et à 2,6 % en 2015. Compte tenu du degré d'incertitude inhérent aux projections, la Banque est d'avis que la croissance du PIB se situera vraisemblablement à  $\pm 0,5$  point de pourcentage du taux prévu dans le scénario de référence en 2014, et à l'intérieur d'un intervalle un peu plus large en 2015 (voir l'Encadré 1, page 6).

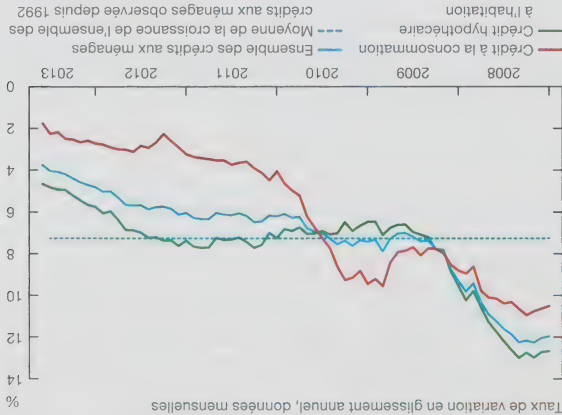
L'accélération de l'économie devrait résulter d'une reprise de l'apport des exportations nettes. Cette dynamique devrait par ailleurs donner lieu à une contribution plus solide des investissements fixes des entreprises au fil du temps. L'économie continuera d'être soutenue par une progression modérée des dépenses de consommation, tandis que l'investissement résidentiel demeurera relativement inchangé, ce qui cadre avec un retour vers un niveau d'activité plus viable. Les dépenses publiques ne devraient concourir que de façon très minime à la croissance du PIB réel durant la période de projection, en raison de la baisse des dépenses fédérales et provinciales et des administrations locales visant à assainir les dépenses afin de rééquilibrer les budgets.

Tableau 3 : Résumé des projections relatives à l'économie canadienne<sup>a</sup>

	2012	2013			2014			2015		
	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T5
PIB réel (taux de variation annuel)	1,0	1,4	1,4	1,7	2,0	2,2	2,4	2,5	2,6	2,7
PIB réel (taux de variation trimestriel)	0,9	2,2	1,7	1,8	2,3	2,3	2,4	2,6	2,7	2,8
annuélisé	(0,9)	(1,0)	(3,8)	(2,5)	(2,7)	(2,8)	(2,8)	(2,8)	(2,5)	(2,2)
PIB réel (taux de variation en glissement annuel)	(1,0)	(1,4)	(1,3)	(2,1)	(2,4)	(2,5)	(2,7)	(2,8)	(2,7)	(2,5)
Indice de référence (taux de variation en glissement annuel)	(1,2)	(1,3)	(1,2)	(1,3)	(1,4)	(1,5)	(1,7)	(1,8)	(1,9)	(2,0)
IPC global (taux de variation en glissement annuel)	(1,0)	(0,9)	(0,7)	(1,1)	(1,3)	(1,4)	(1,6)	(1,7)	(1,8)	(1,9)
IPC global hors effet de la TVA et des modifications d'autres impôts indirects (taux de variation en glissement annuel)	(0,8)	(0,9)	(0,8)	(1,2)	(1,5)	(1,6)	(1,8)	(1,9)	(2,0)	(2,1)
WTI <sup>b</sup> (niveau)	88	94	94	103	102	97	94	95	90	88
Brent <sup>b</sup> (niveau)	110	113	103	106	110	108	107	105	102	98

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés des projections présentées dans la livraison de juillet 2013 du Rapport sur la politique monétaire.  
b. Les hypothèses relatives aux cours du pétrole brut West Texas Intermédiaire et Brent (en \$ E.-U. le baril) se fondent sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines terminée le 18 octobre 2013.

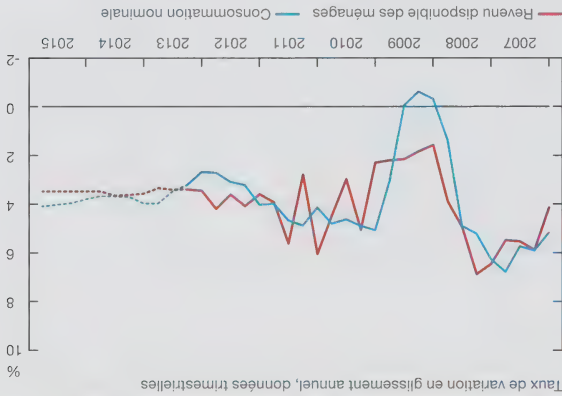
**Graphique 19 : Le taux d'accroissement tendanciel des crédits aux ménages a continué de ralentir**



Source : Banque du Canada

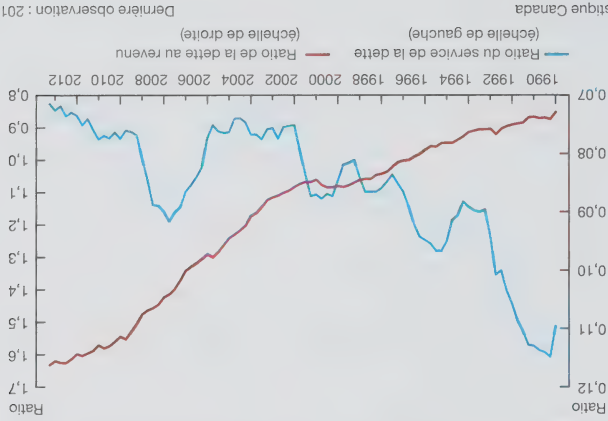
Dernière observation : août 2013

**Graphique 20 : La consommation devrait croître à une cadence modérée**



Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

**Graphique 21 : Le ratio de la dette au revenu des ménages atteint des niveaux élevés, mais le ratio du service de la dette est très bas**



Source : Statistique Canada

Dernière observation : 2013T2



## On s'attend à une correction graduelle des déséquilibres dans le secteur des ménages

Les dépenses des ménages (dépenses de consommation et investissement résidentiel) ont été plus fortes qu'on ne le prévoyait en juillet. La consommation a été soutenue par une amélioration de la confiance des consommateurs, conjuguée à des gains au chapitre de l'emploi et du revenu disponible, de même que par les importantes mesures d'incitation à l'achat de véhicules automobiles. La vigueur récente de l'investissement résidentiel pourrait s'expliquer en partie par un développement de l'activité en prévision d'un relèvement des taux hypothécaires. La croissance des crédits aux ménages a néanmoins continué de ralentir et se situe bien en deçà de sa moyenne historique, ce qui cadre avec une correction graduelle des déséquilibres dans le secteur des ménages (Graphique 19). Les renseignements recueillis sur les marchés donnent à penser qu'un certain nombre de facteurs contribuent aussi probablement à cette évolution, notamment une diminution des achats effectués par les accédants à la propriété et un accroissement des montants de remboursement des dettes.

Malgré le ralentissement de la croissance des crédits aux ménages, la Banque entend encore une expansion modérée de la consommation, parallèlement à l'augmentation du revenu disponible (Graphique 20). Ce profil cadre avec une grande prudence des consommateurs, que reflète un taux d'épargne largement supérieur au niveau moyen qu'il affichait au cours de la dernière décennie.

Les conditions du crédit aux ménages continuent de soutenir les dépenses de ces derniers, dont les taux d'emprunt effectifs s'établissent à de bas niveaux. La hausse des taux hypothécaires enregistrée ces derniers mois devrait cependant exercer un léger effet modérateur sur l'investissement résidentiel au cours des prochains trimestres<sup>8</sup>. On prévoit par conséquent que l'investissement résidentiel recouvrera par rapport aux niveaux historiquement élevés où il se situe actuellement, pour s'établir à un niveau plus soutenable. Le ratio de la dette au revenu des ménages, qui s'est quelque peu accru au deuxième trimestre et atteint un niveau élevé, devrait demeurer stable ou se replier durant la période de projection. Dans le scénario de référence, les ratios du service de la dette augmenteront graduellement mais resteront bas (Graphique 21). La Banque anticipe que la prudence des ménages bridera leurs dépenses au cours de la période de projection, mais il est possible que, les conditions d'emprunt restant avantageuses, ces dépenses prennent un nouvel élan. La fermeté du marché du logement ces derniers mois, dont témoigne toute une gamme d'indicateurs, renforce cette possibilité. Si le marché continue de gagner en vigueur, le risque d'une correction future des prix des maisons pourrait s'accroître.

8 Par exemple, le taux des prêts hypothécaires à cinq ans a augmenté de façon générale d'environ 85 points de base depuis juin. L'incidence de cette majoration se fera d'abord sentir auprès des accédants à la propriété et des propriétaires ayant souscrit un prêt à taux variable (soit à peu près le tiers des propriétaires). Bon nombre de ceux qui renégocient leur prêt hypothécaire sont encore en mesure d'obtenir des conditions plus favorables que celles dont était assorti leur contrat arrivant à expiration.



Les solides conditions sous-jacentes jettent également des bases propices à l'investissement. Les firmes jouissent d'une bonne santé financière, compte tenu d'un bas levier d'endettement global et de fonds de roulement abondants. Malgré la hausse des taux d'intérêt à long terme, les conditions financières au Canada demeurent expansionnistes, étant donné la détente monétaire considérable en place actuellement (Graphique 17). C'est d'ailleurs ce que font ressortir les réponses recueillies tant dans l'enquête menée par la Banque auprès des responsables du crédit que dans l'enquête sur les perspectives des entreprises, selon lesquelles les conditions d'octroi de prêts aux entreprises demeurent avantagieuses (Graphique 18). De fait, on a noté un certain raffermissement de la croissance des crédits aux entreprises ces derniers mois, notamment des volumes élevés d'émissions obligataires, en partie parce que les firmes tirent parti des taux relativement bas.

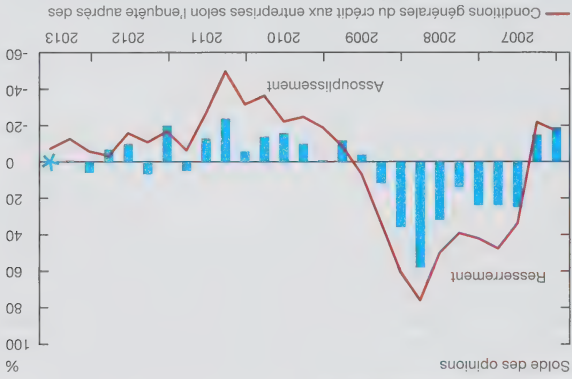
**Graphique 17 : Les conditions financières demeurent expansionnistes malgré la hausse récente des taux d'intérêt à long terme**



Nota : Pour de plus amples renseignements sur le taux d'intérêt effectif appliqué aux entreprises, consulter le site <http://credit.banqueducanada.ca/conditionsfinancieres>.

Sources : Reuters et calculs de la Banque du Canada. Dernière observation : 18 octobre 2013.

**Graphique 18 : Les conditions du crédit demeurent favorables pour les entreprises canadiennes**



a. Différence entre le pourcentage pondéré des institutions financières qui font état d'un resserrement et le pourcentage pondéré des entreprises qui signalent un assouplissement

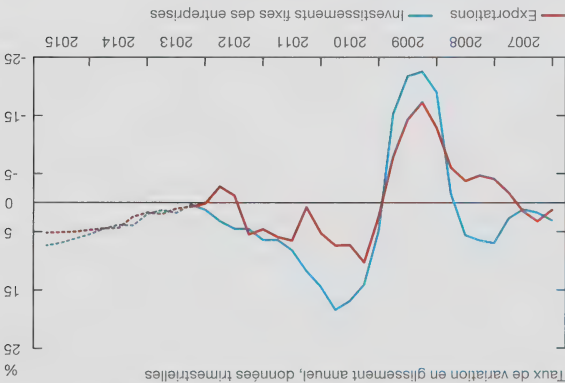
b. Différence entre le pourcentage des entreprises qui signalent un assouplissement et le pourcentage de celles qui signalent un resserrement

\* Indique que le solde des opinions est nul.

Source : Banque du Canada

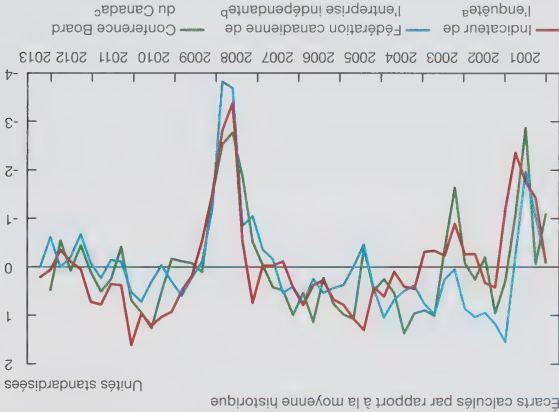
Dernière observation : 2013T3

**Graphique 15 : La croissance des investissements fixes des entreprises devrait reprendre à la faveur du raffermissement des exportations**



Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

**Graphique 16 : Les indicateurs de la confiance des entreprises continuent d'avoir leurs moyennes historiques**



a. Cette mesure sous-jacente se fonde sur les réponses à neuf questions de l'enquête sur les perspectives des entreprises. Voir L. Pichette et L. Remison (2011), « Évaluation du contenu informatif de l'enquête sur les perspectives des entreprises », recouru à une analyse en composantes principales », *Revue de la Banque du Canada*, automne, p. 23-31.

b. Indice de la confiance des affaires de la Fédération canadienne de l'entreprise indépendante

c. Indice de la confiance des entreprises, Conférence Board du Canada

Sources : Conférence Board du Canada, Fédération canadienne de l'entreprise indépendante de l'entreprise indépendante et Banque du Canada (y compris les calculs)

Dernières observations : 2013T2 et 2013T3

l'année, et ont été accompagnées par une progression de la création d'entreprises. Selon les données de l'enquête de l'automne sur les perspectives des entreprises, et celles d'autres sondages privés publiées récemment, les firmes s'attendent à de meilleurs résultats au cours des douze prochains mois que ceux enregistrés durant les douze derniers<sup>7</sup>.

6 Le nombre d'entreprises comptant au moins un salarié pourrait avoir augmenté de quelque 40 000 depuis un an, après avoir connu une période de stagnation prolongée depuis 2008. Voir Stephen S. Poloz (2013), *Retour à une croissance naturelle de l'économie*, discours prononcé devant la Chambre de commerce de Vancouver, 18 septembre.

7 Parmi les autres enquêtes dont les résultats corroborent ce point de vue, citons le sondage C-Suite, le Baromètre des affaires de la FCEI, le sondage CPA Canada Tendances conjoncturelles et le Rapport de BMO sur la confiance des petites entreprises.

économique s'améliorera, tant aux États-Unis qu'à l'échelle du globe, les exportations de produits de base non énergétiques tels que les métaux et les produits forestiers devraient afficher des gains appréciables. Après avoir été touchées par plusieurs perturbations en 2013, les exportations de pétrole brut devraient également apporter une contribution importante à la croissance en 2014, la production continuant d'augmenter. Les exportations hors produits de base, comme celles de machines et de matériel, devraient aussi se raffermir graduellement, mais à un rythme plus lent que les autres secteurs d'exportation.

L'une des principales hypothèses servant de base à cette projection concerne le rétablissement de la relation historique entre le taux de croissance des exportations et celui de la demande étrangère qui devrait se faire graduellement une fois la reprise plus profondément enracinée. Il existe un risque que cela demande plus de temps que prévu. On observe toutefois certains signes encourageants selon lesquels les entreprises canadiennes prennent des dispositions afin d'améliorer la tenue de leurs exportations. Les éléments d'information disponibles donnent à penser que de nombreuses entreprises canadiennes ont déjà commencé à accroître leurs exportations vers les économies émergentes dont la croissance est la plus rapide ou qu'elles comptent le faire<sup>5</sup>. De même, lors des échanges qu'a eus la Banque avec les firmes dans le cadre de son enquête sur les perspectives des entreprises, un certain nombre de répondants ont déclaré que les récents investissements en innovation et en marketing les aident à vendre dans leurs marchés d'exportation actuels ou dans de nouveaux marchés. Ils ont aussi indiqué que les investissements réalisés récemment pour améliorer leur efficacité ou réduire leurs coûts leur avaient permis d'accroître leur compétitivité. À mesure que la demande d'exportations canadiennes augmentera et que les firmes exploiteront pleinement leur équipement existant, les investissements productifs devraient être stimulés et la compétitivité devrait encore s'améliorer.

Dans ce contexte, les investissements des entreprises devraient se renforcer, mais leur profil d'évolution est plus modéré que dans le *Rapport* de juillet, mais les investissements des entreprises augmentent de deux à quatre trimestres en moyenne par les réponses obtenues dans le cadre de l'enquête sur les perspectives des entreprises réalisée cet automne par la Banque, qui font ressortir un nombre croissant de firmes déclarant qu'elles auraient quelques difficultés à faire face à une hausse inattendue de la demande, vu qu'elles font déjà une utilisation plus intensive de leur main-d'œuvre et de leur équipement actuels en attendant des signes d'un raffermissement de la demande. Ce résultat concorde avec le fait que les entreprises disposent d'une certaine latitude à court terme pour réagir à une relance de la demande, mais qu'elles devront tôt ou tard accroître leur capacité de production. Étant donné que les firmes attendent de constater une augmentation soutenue de la demande avant de mettre à exécution leurs plans d'investissement, les investisseurs à cet égard demeurent relativement modérés même si les indicateurs de la confiance des entreprises avoisaient leurs moyennes historiques (Graphique 16). On observe cependant les premiers signes que les firmes deviennent peut-être plus optimistes : les indicateurs de la confiance se sont généralement améliorés par rapport aux niveaux enregistrés plus tôt dans

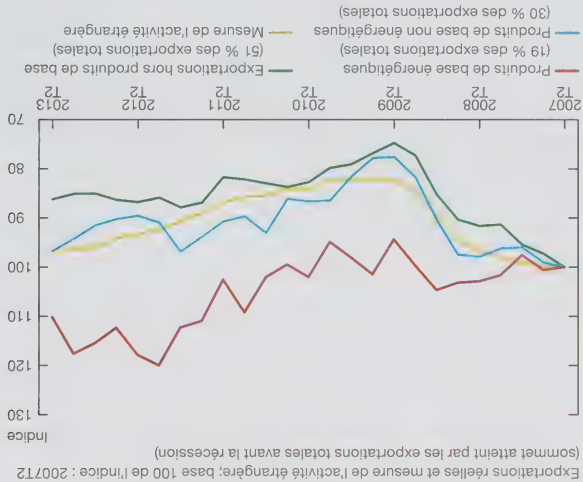
## Le raffermissement des exportations et des investissements des entreprises est retardé

Le PIB réel devrait avoir progressé au troisième trimestre à un rythme inférieur à ce qui était envisagé dans le *Rapport* de juillet<sup>4</sup>. Cette évolution reflète une vigueur sous-jacente plus faible des exportations et des investissements fixes des entreprises, ainsi qu'un rebond moins prononcé à la suite de la disparition des facteurs temporaires qui limitaient la croissance au deuxième trimestre. Cette composition de la demande globale est moins propice à l'obtention d'une croissance durable.

Après avoir remonté au premier trimestre, le secteur des exportations a affiché une tenue peu reluisante aux deuxième et troisième trimestres, exception faite des produits automobiles et des produits forestiers (Graphique 14). Les perturbations temporaires dans le secteur pétrolier mises à part, la récente faiblesse des exportations est révélatrice d'une tendance plus générale, soit celle d'une progression plus lente que prévu des exportations qui s'est amorcée au début de 2012. Comme on le précisait dans les précédentes livraisons du *Rapport*, cette faiblesse pourrait être due à des changements dans les liens commerciaux qui ont été difficiles à appréhender adéquatement et aux défis qui subsistent sur le plan de la compétitivité.

On s'attend encore à ce que l'expansion projetée des investissements des entreprises et de l'investissement résidentiel aux États-Unis en 2014 allimente une hausse du taux de croissance des exportations, quoique à un rythme un peu plus modéré qu'escompté en juillet. À mesure que l'activité

**Graphique 14 : Les exportations hors énergie restent faibles**



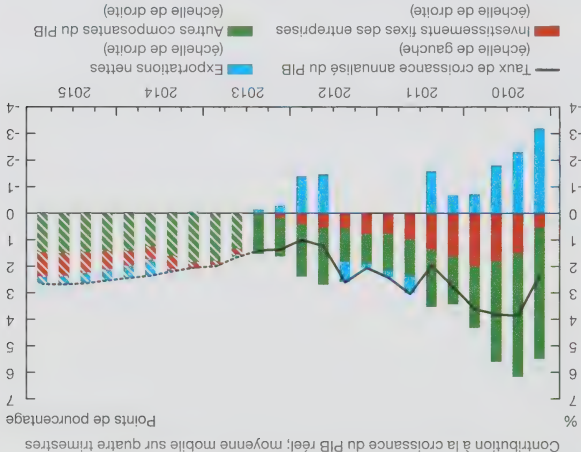
4 La croissance du PIB réel aux deuxième et troisième trimestres n'a pas été aussi inégale que la Banque

sy attendait en juillet. Celle-ci estime à présent que les inondations dans le sud de l'Alberta et la grève des travailleurs de la construction au Québec ont amputé la croissance au deuxième trimestre d'environ 0,5 point de pourcentage (au lieu de 1,3 point comme on l'avait avancé dans le *Rapport* de juillet). Par ailleurs, la Banque est maintenant d'avis que la nature temporaire de ces chocs, combinée aux travaux de reconstruction et de réparation des infrastructures endommagées en Alberta, n'a contribué à la croissance du PIB réel que quelque 0,9 point de pourcentage au troisième trimestre (au lieu de 1,8 point comme anticipé en juillet).

Dernière observation : 2013T2

au cours des deux prochaines années, à la faveur d'un raffermissement de l'activité étrangère et de la confiance des entreprises, ainsi que d'un renforcement de la vigueur sous-jacente de l'économie canadienne (Graphique 13 et Tableau 2). L'écart de production figurant dans le scénario de référence de la Banque devrait se resorber vers la fin de 2015. Les attentes d'inflation étant bien ancrées, cela contribuera à un retour progressif de l'inflation mesurée tant par l'indice de référence que par l'IPC global à 2 % durant la même période. Dans l'ensemble, la Banque juge que les risques entourant sa projection en matière d'inflation sont relativement équilibrés au cours de la période de projection.

Graphique 13 : La composition de la demande devrait devenir plus équilibrée



Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

Tableau 2 : Contribution à la croissance annuelle moyenne du PIB réel

	2012	2013	2014	2015
Consommation	1,1 (1,1)	1,3 (1,0)	1,3 (1,4)	1,4 (1,5)
Logement	0,4 (0,4)	-0,1 (-0,1)	0,0 (-0,1)	0,0 (0,0)
Administrations publiques	0,3 (0,3)	0,3 (0,3)	0,1 (0,0)	0,1 (0,1)
Investissements fixes des entreprises	0,6 (0,6)	0,1 (0,2)	0,4 (0,6)	0,8 (0,9)
Total partiel : demande intérieure finale	2,3 (2,3)	1,6 (1,4)	1,8 (1,9)	2,3 (2,5)
Exportations	0,4 (0,4)	0,3 (0,8)	1,0 (1,4)	1,5 (1,3)
Importations	-1,0 (-1,0)	-0,4 (-0,2)	-0,7 (-0,8)	-1,2 (-1,1)
Total partiel : exportations nettes	-0,6 (-0,6)	-0,1 (0,6)	0,3 (0,6)	0,3 (0,2)
Stocks	0,0 (0,0)	0,1 (-0,2)	0,2 (0,2)	0,0 (0,0)
PIB	1,7 (1,7)	1,6 (1,8)	2,3 (2,7)	2,6 (2,7)
Pour mémoire :				
Production potentielle	1,7 (2,0)	1,9 (2,1)	1,9 (2,2)	2,0 (2,1)
Revenu intérieur brut réel	1,5 (1,5)	1,6 (1,8)	2,5 (2,8)	3,0 (3,0)

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés des projections présentées dans la livraison de juillet 2013 du Rapport sur la politique monétaire. Les données relatives à la production potentielle proviennent de l'Encadré 2 de la livraison d'octobre 2012 du Rapport.



## L'économie canadienne

L'inflation au Canada est restée basse ces derniers mois, ce qui reflète l'importante marge de capacités inutilisées présente au sein de l'économie, les pressions concurrentielles accrues dans le commerce de détail et certains facteurs sectoriels (Graphique 12). Parallèlement, les conditions économiques incertaines à l'échelle mondiale et intérieure retardent le raffermissement des exportations canadiennes et des investissements. En conséquence, le niveau actuel de l'activité économique est maintenant estimé être plus bas qu'anticipé dans le *Rapport* de juillet. Quoique les dépenses des ménages demeurent solides, le ralentissement persistant de la croissance des crédits à ces derniers et le relèvement des taux hypothécaires laissent entrevoir une correction graduelle des déséquilibres dans le secteur des ménages.

Bien que certaines évolutions récentes n'aient pas été aussi favorables qu'escompté, la Banque s'attend à ce qu'un meilleur équilibre entre la demande intérieure et la demande extérieure s'établisse au fil du temps et se traduise par une croissance économique plus forte et qui s'autoalimente davantage. Le taux d'expansion du PIB devrait dépasser celui de la production potentielle

**Graphique 12 : Les différentes mesures de l'inflation fondamentale**



a. Pour les définitions, se reporter au chemin d'accès [Taux et statistiques>Indicateurs des pressions s'exerçant sur la capacité de production et l'inflation au Canada>Inflation](#).

b. Mesure faisant ressortir la composante de l'inflation qui est commune à toutes les séries de données constituant l'IPC. Voir M. Khan, L. Morel et P. Sabourin, *The Common Component of CPI: An Alternative Measure of Underlying Inflation for Canada*, document de travail n° 2013-35, Banque du Canada.

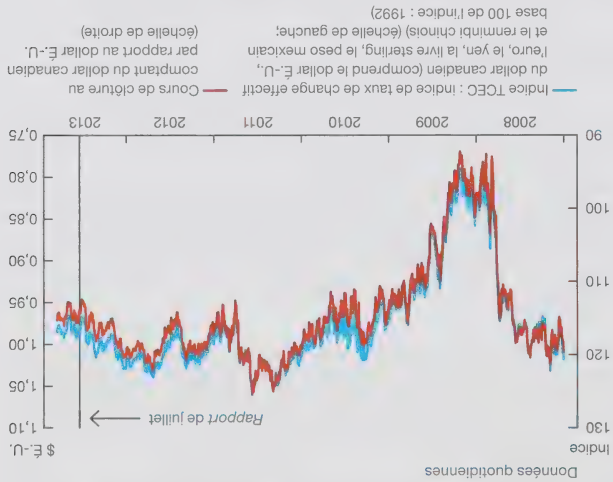
Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : septembre 2013

## Résumé

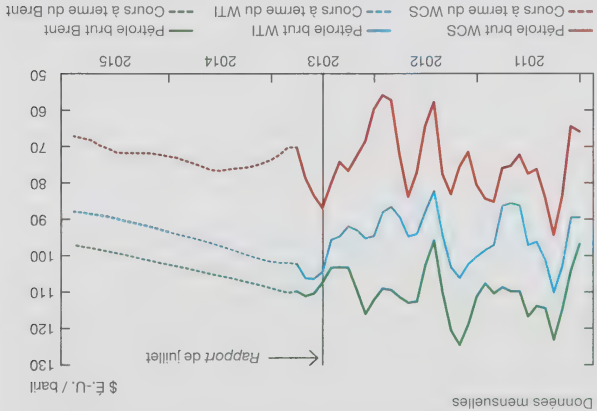
L'accélération projetée de la croissance de la demande mondiale devrait favoriser un redressement des exportations canadiennes, mais leur composition s'est modifiée. La progression plus faible de la production à court terme aux États-Unis, particulièrement dans les investissements des entreprises et l'investissement résidentiel, aura pour effet de modérer les exportations canadiennes par rapport à ce qu'on escomptait en juillet. Les prix élevés des produits de base devaient maintenir les investissements à un haut niveau dans le secteur des ressources au Canada et soutenir les revenus des Canadiens. La valeur du dollar canadien s'est située en moyenne à environ 97 cents £-U. depuis la date d'annonce préalable de septembre, comparativement au niveau de 96 cents £-U. postulé dans le *Rapport de juillet* (Graphique 11). Il est d'usage pour la Banque de considérer que le dollar canadien se maintiendra à son niveau récent ou près de celui-ci durant la période de projection.

**Graphique 11 : Le dollar canadien est demeuré relativement stable récemment**



Nota : Une hausse de l'une ou l'autre des séries indique une appréciation du dollar canadien.  
Source : Banque du Canada  
Dernière observation : 18 octobre 2013

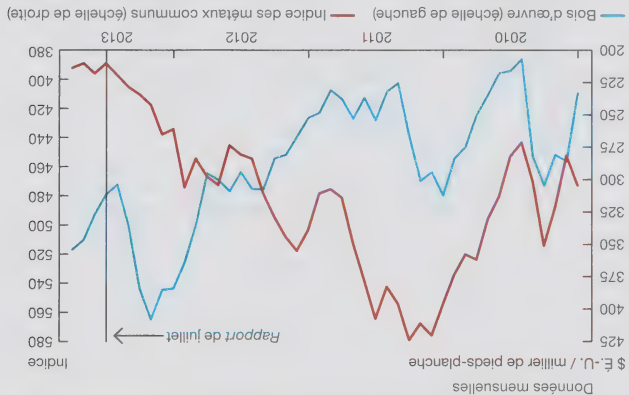
**Graphique 9 : Les cours à terme du pétrole brut Brent et WTI reculeront d'ici la fin de 2015**



Nota : Les valeurs pour octobre 2013 sont des estimations fondées sur la moyenne des cours quotidiens au comptant observés jusqu'au 18 octobre. Les cours à terme se fondent sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines terminée le 18 octobre 2013.

Source : Banque du Canada

**Graphique 10 : Les prix du bois d'œuvre ont continué de se redresser, tandis que ceux des métaux communs n'ont guère changé depuis juillet**



Nota : Les valeurs pour octobre 2013 sont des estimations fondées sur la moyenne des cours quotidiens au comptant observés jusqu'au 18 octobre. La base 100 de l'indice des prix des métaux communs est janvier 1972.

Source : Banque du Canada

Dernière observation : 18 octobre 2013

Dans l'ensemble, les prix des produits de base non énergétiques sont restés relativement inchangés depuis juillet. Après avoir subi une forte correction durant la période d'avril à juin, les prix du bois d'œuvre ont continué de se redresser, tandis que les prix des métaux communs ont peu varié (Graphique 10). Par contre, les cours des produits agricoles ont fléchi, des récoltes records étant attendues pour les principales céréales. Les prix des produits de base non énergétiques devraient grimper d'environ 15 % pendant la période projetée, grâce à un raffermissement graduel de l'activité économique à l'échelle du globe.

## Malgré les récents reculs, l'indice des prix des produits de base de la Banque du Canada reste élevé

Les cours des produits de base mesurés par l'indice des prix des produits de base de la Banque du Canada (IPPB) ont reculé de 6 % depuis juillet et devraient rester relativement inchangés durant la période projetée, une baisse des cours du pétrole brut contrebalançant une hausse prévue des prix des produits de base non énergétiques. Dans l'ensemble, toutefois, l'IPPB demeure élevé (Graphique 8), en raison de la demande soutenue anticipée émanant de la Chine et de la poursuite de la reprise dans les économies avancées.

Les cours mondiaux du pétrole brut mesurés par les prix de référence du Brent ont peu varié depuis juillet, alors que les cours du West Texas Intermediate (WTI) se sont repliés quelque peu. Selon les plus récentes courbes des cours à terme, on fait l'hypothèse que tant les cours du Brent que ceux du WTI reculeront d'un peu moins de 15 % d'ici la fin de 2015, sous l'effet d'une augmentation sensible et continue de l'offre, provenant de sources non conventionnelles surtout, et d'une atténuation des préoccupations liées au contexte géopolitique (Graphique 9). Les cours du Western Canada Select (WCS) ont accusé une baisse de plus de 20 % depuis la diffusion du *Rapport* de juillet, attribuable aux niveaux de production plus élevés, aux contraintes persistantes liées au transport et à la diminution de la demande causée par les mises hors service de raffineries en Amérique du Nord. Par conséquent, l'écart entre les cours du WTI et du WCS s'est élargi, s'établissant à environ 30 dollars É.-U. le baril, soit le niveau le plus élevé depuis le début de 2013. Selon les courbes les plus récentes des cours à terme, les cours du WCS devraient osciller autour des niveaux actuels durant la période de projection, l'écart entre les cours du WTI et du WCS devant se rétrécir pour se situer à quelque 20 dollars É.-U. le baril.

Les prix du gaz naturel en Amérique du Nord ont légèrement augmenté ces derniers mois. Les plus récentes courbes des cours à terme donnent à penser qu'ils vont poursuivre leur ascension pour atteindre un niveau légèrement supérieur à 4 dollars É.-U. par million de BTU d'ici la fin de 2015, en raison de la demande accrue pour la production d'électricité.

**Graphique 8 : L'indice des prix des produits de base de la Banque du Canada reste élevé en regard du passé**



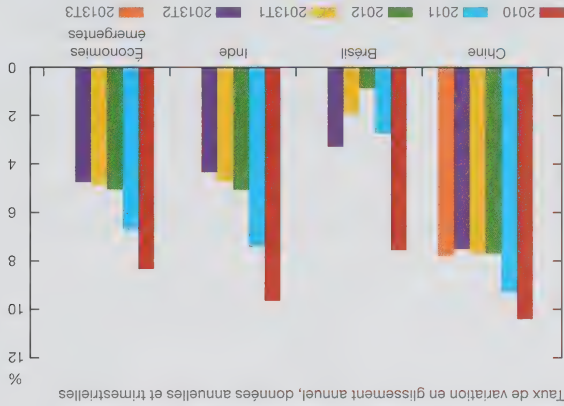
La progression du PIB réel jusqu'à la fin de 2015 devrait rester près de la cible de 7,5 % fixée par le gouvernement pour 2013. L'augmentation solide de la productivité et des revenus, facilitée par certains progrès réalisés au chapitre des réformes, devrait contribuer à un raffermissement graduel de la consommation privée et à un niveau plus viable des investissements. Toutefois, des obstacles structurels, comme l'absence de filets de sécurité sociale et le surinvestissement dans le secteur des exportations, ralentiront le rééquilibrage de l'économie. Les déséquilibres financiers existants, conjugués à la récente expansion robuste du crédit et aux capacités excédentaires dans bon nombre de secteurs, font peser un risque à la baisse sur la projection de la Banque.

### ... mais les perspectives d'expansion se sont modérées dans d'autres économies émergentes

L'activité a ralenti dans certaines économies émergentes (Graphique 7). Afin de limiter la dépréciation de leur monnaie découlant des importations sorties de capitaux enregistrées récemment, les autorités de quelques pays émergents ont procédé à des interventions supplémentaires sur les marchés des changes, adopté de nouvelles mesures de contrôle des capitaux et relevé leur taux directeur. À court terme, la croissance continuera d'être bridée par des conditions financières plus restrictives et une incertitude accrue ainsi que par des contraintes d'offre persistantes.

L'expansion économique dans les pays émergents devrait se redresser légèrement en 2014 et 2015, du fait d'une certaine stabilisation des conditions du crédit, des progrès réalisés dans la mise en œuvre des réformes structurelles visant à réduire les goulots d'étranglement du côté de l'offre et du raffermissement de la demande émanant des économies avancées. Toutefois, les turbulences récentes des marchés financiers dans les économies émergentes, conjuguées aux déséquilibres intérieurs existants dans plusieurs pays, font planer un risque à la baisse sur les perspectives de la Banque.

**Graphique 7 : L'activité a ralenti dans certaines économies émergentes**



Nota : Les chiffres pour chaque pays ou groupe de pays sont pondérés par la part de chacun dans le PIB mondial, déterminée d'après les estimations du Fonds monétaire international des PIB calculées en parité des pouvoirs d'achat pour 2012.

Sources : Fonds monétaire international, Haver Analytics  
et calculs de la Banque du Canada

Dernières observations :  
2013T3 (Chine), 2013T2 (autres pays)



- 2 Le programme à trois volets (dit des « trois flèches ») comprend : 1) l'adoption d'une cible d'inflation de 2 % par la Banque du Japon et un assouplissement énergétique de la politique monétaire par-  
mettant d'atteindre cet objectif en deux ans environ; 2) la mise en place d'importants stimulants  
budgétaires à court terme, suivi d'un assainissement des finances publiques à compter d'avril 2014;  
et 3) l'instauration de réformes structurelles, la déréglementation et la promotion des échanges afin  
d'accroître le potentiel de croissance de l'économie.
- 3 En juillet, le gouvernement chinois a annoncé de nouvelles mesures budgétaires ayant pour effet de  
soutenir les petites entreprises à certaines taxes, de réduire les frais et le fardeau administratif des  
exportateurs et de promouvoir de nouvelles sources de financement pour la construction ferroviaire.

La croissance économique s'est accélérée en Chine...

La croissance du PIB réel de la Chine a affiché un regain de vigueur au  
troisième trimestre, grâce à l'ajout de stimulants budgétaires et à une nou-  
velle accélération des investissements dans la fabrication. Cependant, le  
maintien du recours aux investissements, l'expansion rapide du crédit et  
l'accroissement des prix des logements ont avivé les préoccupations au sujet  
de la stabilité financière et de la viabilité de la croissance économique.

Les mesures de politique devraient continuer de soutenir  
la reprise en cours au Japon

Le Japon a enregistré une forte reprise de l'activité économique au premier  
semestre de 2013. La croissance du PIB réel a avoisiné 4 % en moyenne  
durant cette période, soutenue par d'importantes mesures de relance  
monétaire et budgétaire, la faiblesse du yen et l'amélioration de la confiance.  
La progression annuelle du PIB réel devrait demeurer supérieure à celle  
de la production potentielle du pays pendant la période de projection, en  
raison des effets du programme ambitieux que le Japon a mis en place  
pour relancer la croissance de son économie et mettre fin à la déflation.  
Le rythme de croissance va néanmoins ralentir en 2014 et 2015, en raison  
de l'entrée en vigueur des majorations de la taxe sur la valeur ajoutée  
adoptées par voie législative. Les attentes d'inflation se sont sensiblement  
accrues depuis la fin de 2012 et l'inflation sous-jacente n'est plus négative,  
ce qui semble indiquer que les pressions déflationnistes se sont atténuées.

Nota : L'indice des directeurs d'achat (PMI) est un indice de diffusion composite. Un indice supérieur (inférieur)  
à 50 indique qu'un pourcentage plus élevé des entreprises ont signalé une augmentation (diminution) de leur  
production par rapport au mois précédent. Un indice de 50 signifie que la production n'a pas changé par  
rapport au mois précédent.  
Source : Markit Economics  
Dernière observation : septembre 2013



Graphique 6 : Les indices des directeurs d'achat semblent indiquer que la croissance du PIB réel dans la zone euro se poursuit

## Détermination du degré d'incertitude entourant les projections de la Banque relatives aux variables clés

Aux fins de la conduite de la politique monétaire, il est important de ne pas perdre de vue que les projections économiques sont entachées d'une incertitude considérable et sont révisées au fil du temps, au fur et à mesure de l'arrivée de nouvelles données économiques. Pour traduire cette incertitude, la Banque indique dans la présente livraison du *Rapport sur la politique monétaire* des fourchettes établies à partir de règles simples pour ses projections relatives aux taux de croissance des PIB américain et canadien et à l'inflation mesurée par l'IPC global au Canada, de même que pour le niveau estimatif de l'écart de production actuel et le taux de croissance de la production potentielle au pays.

Une approche différente a été suivie pour l'établissement de la fourchette de chacune des projections. Dans le cas du taux d'accroissement du PIB et de l'inflation, par exemple, les marges d'incertitude sont déterminées à la lumière de la dispersion transversale moyenne des prévisions recueillies dans le secteur privé par Consensus Economics<sup>1</sup>. Selon cette approche, une fourchette approximative raisonnable pour les taux de croissance des PIB canadien et américain en 2014 serait de  $\pm 0,5$  point de pourcentage<sup>2</sup>.

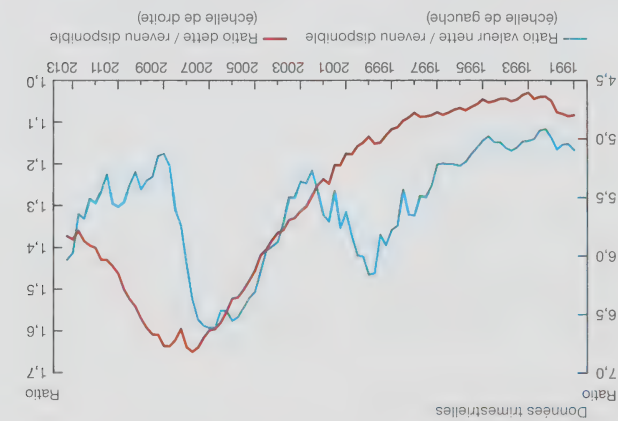
1 La période retenue pour établir la dispersion moyenne va de 2000 à 2013. Les prévisions minimale et maximale ont été exclues de l'échantillon.

2 La dispersion moyenne des prévisions du PIB pour 2014 se situe plus précisément à  $\pm 0,4$  point de pourcentage dans le cas du Canada et à  $\pm 0,7$  point de pourcentage dans celui des États-Unis (elle est plus élevée dans ce pays essentiellement en raison de l'échantillon englobant un plus grand nombre de prévisionnistes). Il est impossible de calculer le degré de dispersion à l'horizon de deux ans parce que Consensus Economics ne publie qu'une prévision moyenne à cet horizon-là.

## La reprise naissante dans la zone euro devrait être modeste

La zone euro a renoué avec la croissance économique, ce qui a mis fin à une récession d'une durée de six trimestres. Le PIB réel a cru de 1,1 % au deuxième trimestre de 2013, un résultat nettement supérieur à celui anticipé dans le *Rapport* de juillet. Depuis, les indicateurs issus d'enquêtes donnent à penser que la croissance se poursuit (Graphique 6). La reprise économique devrait être lente toutefois, du fait de la nécessité d'un redressement des bilans dans le secteur privé, de l'assainissement budgétaire en cours, des conditions du crédit restrictives et des marchés du travail déprimés. Bien que la compétitivité des marchés du travail se soit améliorée dans les économies périphériques de la zone euro, les écarts substantiels entre les pays en ce qui a trait aux perspectives de croissance devraient persister. Pour que la reprise soit durable, il faudra accomplir davantage de progrès dans les réformes structurelles, budgétaires et bancaires (y compris une mise en œuvre complète et à point nommé de l'union bancaire). Par conséquent, l'incertitude demeure élevée, et la possibilité d'une période prolongée d'expansion très lente, de même que la vulnérabilité des systèmes financiers, fait encore peser un risque à la baisse sur les perspectives de la Banque à l'égard de la zone euro. Cependant, la probabilité que ce risque se concrétise a diminué.

**Graphique 5 : Les ménages américains ont considérablement assaini leurs bilans**



Nota : Le secteur des entreprises individuelles est pris en compte dans les calculs de la dette des ménages aux États-Unis.

Sources : Réserve fédérale américaine et Bureau d'analyse économique des États-Unis

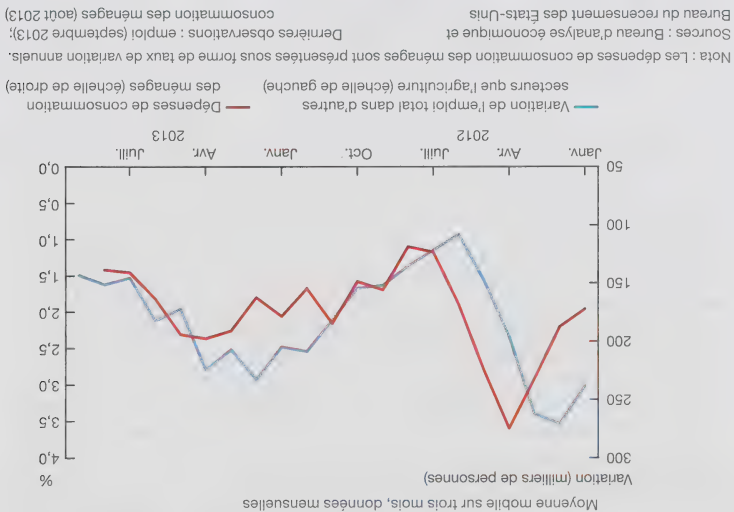
Dernière observation : 2013T2

On s'attend aussi à ce que les exportations soient un moteur important de la croissance aux États-Unis jusqu'à la fin de 2015, grâce au raffermissement de la demande étrangère et à l'accroissement de la compétitivité favorisé par des gains soutenus au chapitre de la productivité et des coûts de l'énergie plus faibles. Même si les importations de pétrole d'outre-mer devraient poursuivre leur baisse, en raison de l'expansion de l'offre intérieure, les importations hors pétrole devraient s'accroître régulièrement sous l'impulsion du renforcement de la demande intérieure.

Dans l'ensemble, l'activité économique devrait se raffermir aux États-Unis à mesure que les vents contraires attribuables à la situation budgétaire se dissipent et que le désendettement des ménages sera mené à terme. La Banque prévoit que la croissance économique dans ce pays se chiffrera à 1,5 % en 2013, à 2,5 % en 2014 et à 3,3 % en 2015. Selon la dispersion passée des prévisions du secteur privé, la croissance en 2014 devrait se situer dans un intervalle de  $\pm 0,5$  point de pourcentage autour du taux projeté par la Banque, la fourchette étant légèrement plus large pour 2015 (Encadré 1).

L'inflation aux États-Unis affiche une tendance à la baisse depuis le début de 2012, attribuable à la présence de capacités excédentaires considérables dans l'économie et à divers facteurs temporaires. À mesure que l'offre excédentaire se réduira progressivement au cours de la période de projection, l'inflation devrait retourner à la cible de 2 % fixée par la Réserve fédérale.

**Graphique 4 : Les dépenses de consommation aux États-Unis ont été freinées par l'assainissement budgétaire et une modération de la croissance de l'emploi**



L'impossibilité de parvenir à un accord sur le financement des activités de la fonction publique en temps opportun a entraîné une paralysie partielle de l'État dans la première moitié d'octobre. Cette paralysie ralentira la croissance au quatrième trimestre, par l'effet direct exercé par la mise à pied provisoire des fonctionnaires fédéraux et, de façon plus générale, par l'incidence défavorable sur la confiance. En outre, le débat entourant le plafond de la dette a exacerbé les répercussions négatives sur la confiance et l'activité économique.

La projection relative à la croissance du PIB réel des États-Unis au second semestre de 2013 est nettement plus basse que celle présentée dans le *Rapport* de juillet, en raison principalement de la demande intérieure plus faible que prévu. L'effet modérateur exercé par les hausses d'impôt et les réductions de dépenses opérées précédemment devrait s'établir à 1,8 point de pourcentage en 2013, puis baisser à 0,8 point en 2014 et à 0 en 2015. La politique monétaire reste très expansionniste, les membres du Comité de l'open market de la Réserve fédérale s'attendant à ce que la première hausse du taux des fonds fédéraux ne se produise qu'en 2015.

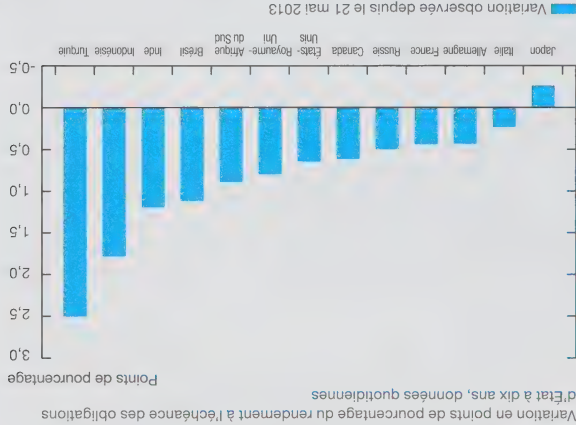
L'expansion de la demande du secteur privé aux États-Unis en 2014 et en 2015 devrait être généralisée. On prévoit que la consommation augmentera à un rythme plus ferme, à la faveur du net assainissement des bilans des ménages (graphique 5) et de l'amélioration des conditions sur le marché du travail. L'investissement résidentiel devrait aussi connaître un essor marqué compte tenu de la vigueur des déterminants fondamentaux suivants : le niveau encore faible des taux des prêts hypothécaires, une reprise attendue de la formation des ménages, l'importante demande refoulée et la baisse des stocks réels et fantômes de maisons. Les investissements des entreprises bénéficieront du redressement de la demande ainsi que de la solidité de la situation financière des entreprises.



macroéconomiques dans la zone euro et des progrès réalisés sur le plan des réformes. Bien que les écarts de rendement sur les obligations de sociétés américaines se soient légèrement creusés depuis mai, le volume d'émissions obligataires est resté soutenu.

Le durcissement des conditions financières dans les économies émergentes a été plus prononcé que dans les économies avancées. Le ralentissement anticipé du rythme des achats d'actifs aux États-Unis et une réévaluation des perspectives de croissance de certaines économies émergentes ont donné lieu à des sorties de capitaux, à une hausse marquée des rendements obligataires et à un recul des prix des actions (Graphique 3). Toutefois, on a observé une différenciation notable sur les marchés des pays émergents : ceux dont les facteurs économiques fondamentaux étaient plus faibles, par exemple des déficits budgétaires et de la balance courante importants, une inflation élevée et une détérioration des perspectives de croissance, ont été les plus touchés.

**Graphique 3 : Les rendements obligataires ont davantage progressé dans les économies émergentes vulnérables que dans les économies avancées**



Source : Bloomberg. Dernière observation : 18 octobre 2013.

## On prévoit que l'atonie récente aux États-Unis fera place à une reprise solide

La progression du PIB réel américain s'est chiffrée à un peu moins de 2 % au premier semestre de 2013. Selon les projections, elle demeurera modeste au deuxième semestre et en deçà des attentes exprimées en juillet.

Cette atonie à court terme a été généralisée. Les dépenses de consommation ont été freinées par la hausse des cotisations sociales en janvier 2013 et une modération de la croissance de l'emploi (Graphique 4). L'activité a aussi ralenti dans le secteur du logement, en grande partie en réaction au relèvement de 95 points de base des taux d'intérêt sur les prêts hypothécaires. Par contre, les investissements des entreprises se sont accrus, mais moins que prévu, malgré la solidité financière des entreprises. Les dépenses publiques continuent à fléchir dans le contexte des compressions automa-

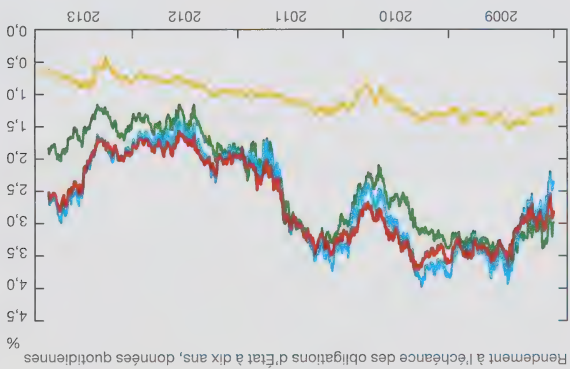


Dans les économies avancées, les rendements des obligations d'État se sont redressés par rapport aux creux touchés en mai, surtout pour les échéances plus éloignées. Une exception notable est le Japon, où les rendements obligataires ont accusé un léger recul, en réaction à l'engagement de la Banque du Japon de doubler la base monétaire d'ici la fin de 2014 en achetant des obligations de l'État japonais afin d'atteindre sa cible d'inflation de 2 %.

Malgré le ressassement observé récemment, les conditions financières mondiales demeurent très favorables — les rendements des obligations d'État de la plupart des grandes économies ont augmenté ces derniers mois, mais ils sont encore bas en regard du passé et les indices boursiers se situent à des sommets pluriannuels dans plusieurs économies avancées (Graphique 1 et Graphique 2). Les écarts de rendement relatifs aux obligations d'État de la majorité des pays périphériques de la zone euro se sont réduits, sous l'effet des signes de raffermissement des conditions

**Graphique 1 : Les rendements des obligations d'État de la plupart des grandes économies ont augmenté ces derniers mois, mais**

**ils sont encore bas en regard du passé**

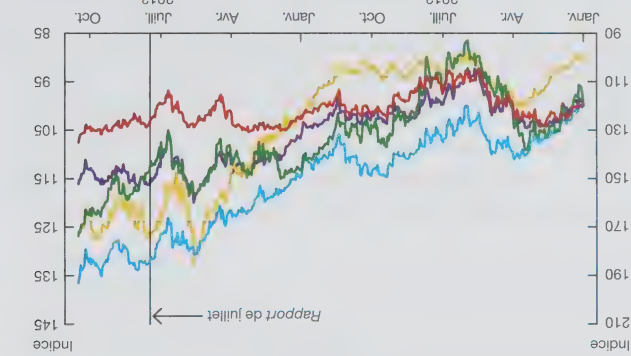


Source : Reuters

Dernière observation : 18 octobre 2013

**Graphique 2 : Les indices boursiers se situent à des sommets pluriannuels dans plusieurs économies avancées**

Base 100 de l'indice : 3 janvier 2012, données quotidiennes



Source : Bloomberg

Dernière observation : 18 octobre 2013

# L'économie mondiale

L'économie mondiale devrait connaître une croissance modeste en 2013, quoique sa dynamique à court terme ait changé et que la composition de la croissance soit maintenant un peu moins favorable pour le Canada. L'économie américaine est plus faible qu'escompté, mais à mesure que les vents contraires attribuables à la situation budgétaire se dissipent et que le désendettement des ménages sera mené à terme, la croissance devrait s'accroître en 2014 et en 2015. La reprise naissante en Europe, bien que modeste, a dépassé les attentes. En Chine, l'économie affiche un regain de vigueur, alors que dans certaines autres économies émergentes, la croissance a ralenti dans un contexte de resserrement de leurs conditions financières. Dans l'ensemble, l'économie mondiale devrait progresser de 2,8 % en 2013, puis s'accroître pour atteindre 3,4 % en 2014 et 3,6 % en 2015 (Tableau 1).

Tableau 1 : Projection relative à la croissance de l'économie mondiale

	Croissance projetée <sup>b</sup> (en pourcentage)				Part du PIB mondial réel <sup>a</sup> (en pourcentage)					
	2012	2013	2014	2015						
États-Unis	2,8 (2,2)	1,5 (1,7)	2,5 (3,1)	3,3 (3,2)	20	14	5	15	47	100
Zone euro	-0,6 (-0,5)	-0,4 (-0,8)	1,0 (0,8)	1,3 (1,3)	14	14	5	15	47	100
Japon	2,0 (1,9)	1,8 (1,9)	1,5 (1,3)	1,0 (1,2)	5	14	5	15	47	100
Chine	7,7 (7,8)	7,7 (7,4)	7,4 (7,3)	7,2 (7,5)	15	14	5	15	47	100
Autres pays	3,2 (3,1)	2,8 (2,9)	3,4 (3,6)	3,7 (3,8)	47	14	5	15	47	100
Ensemble du monde	3,1 (3,0)	2,8 (2,8)	3,4 (3,5)	3,6 (3,7)	100	14	5	15	47	100

a. La part de chaque pays ou groupe de pays est calculée d'après les estimations du Fonds monétaire international (FMI) des PIB mesurés en parité des pouvoirs d'achat pour 2012. Du fait que les chiffres sont arrondis, il se peut que la somme des pourcentages ne soit pas égale à 100.

Source : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*, octobre 2013

b. Les chiffres entre parenthèses correspondent aux projections présentées dans la livraison de juillet 2013 du *Rapport sur la politique monétaire*.

Source : Banque du Canada

Les conditions financières mondiales se sont ressenties du ralentissement anticipé du rythme des achats aux États-Unis

Les conditions financières mondiales se sont resserrées entre mai et septembre, ce qui tient au ralentissement anticipé du rythme des achats d'actifs par la Réserve fédérale américaine. La réaction des marchés a été plus vive que prévu. Plus récemment, les conditions financières se sont assouplies quelque peu, à la suite de la décision prise en septembre par la banque centrale américaine de maintenir le rythme de ses achats d'actifs<sup>1</sup>.

1 Les désaccords politiques aux États-Unis au sujet du budget de l'État ont ajouté à l'incertitude sur les marchés financiers au cours du mois d'octobre, mais les effets sur les prix ont été généralement minimisés et largement concentrés sur les instruments financiers à très court terme émis par l'État américain.



---

# Table des matières

L'économie mondiale.....	1
La conjoncture financière mondiale .....	1
Les États-Unis.....	3
La zone euro .....	6
Le Japon .....	7
La Chine.....	7
Les économies émergentes .....	8
Les produits de base .....	9
Résumé.....	11
L'économie canadienne .....	12
Les exportations et les investissements des entreprises.....	14
Le secteur des ménages.....	18
La composition de la croissance .....	20
La production potentielle .....	21
L'estimation des pressions sur la capacité de l'économie.....	21
L'inflation.....	23
Les risques entourant les perspectives d'inflation .....	26
Annexe A : La production potentielle.....	28

---

« Bon nombre des conditions nécessaires à un  
retour à une croissance naturelle sont déjà en place  
au Canada. [...] Cela pourrait prendre un certain  
temps, mais il se produira bel et bien. »

—Stephen S. Poloz

*Gouverneur, Banque du Canada  
Vancouver (Colombie-Britannique)  
18 septembre 2013*



# Rapport sur la politique monétaire

Octobre 2013

---

Le présent rapport émane du Conseil de direction de la Banque du Canada, composé de Stephen S. Poloz, Tiff Macklem, John Murray, Timothy Lane, Agathe Côté et Lawrence Schembri.

# La stratégie de maîtrise de l'inflation au Canada<sup>1</sup>

## Le ciblage de l'inflation et l'économie

- La Banque du Canada a pour mandat de mener la politique monétaire de manière à favoriser la prospérité économique et financière des Canadiens.
- L'expérience du Canada en matière de ciblage de l'inflation depuis 1991 a démontré que c'est en gardant l'inflation à un niveau bas, stable et prévisible qu'on peut le mieux préserver la confiance dans la valeur de la monnaie et contribuer à la croissance soutenue de l'économie, à la progression de l'emploi et à l'amélioration du niveau de vie.
- En 2011, le gouvernement canadien et la Banque du Canada ont reconduit la cible de maîtrise de l'inflation pour une nouvelle période de cinq ans qui se terminera le 31 décembre 2016. Établie pour l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC) global, cette cible est de 2 %, soit le point médian d'une fourchette dont les limites sont fixées à 1 et à 3 %.

## L'instrument de politique monétaire

- La Banque mène la politique monétaire en modifiant le taux cible du financement à un jour<sup>2</sup>. Ces modifications se trans-

mettent à l'économie par l'influence qu'elles exercent sur les taux d'intérêt du marché, sur les prix des actifs nationaux et sur le taux de change, dont l'évolution se répercute à son tour sur la demande globale de biens et de services canadiens. L'équilibre entre cette demande et la capacité de production de l'économie constitue, à terme, le principal déterminant des pressions inflationnistes au sein de l'économie.

- Il faut un certain temps — entre six et huit trimestres, habituellement — pour que les effets des interventions en matière de politique monétaire se propagent dans l'économie et se fassent sentir pleinement sur l'inflation. C'est pourquoi la politique monétaire doit avoir une orientation prospective.
- Conformément à son engagement d'assurer des communications claires et transparentes, la Banque présente régulièrement son point de vue sur les forces à l'œuvre au sein de

*Le Rapport sur la politique monétaire de la Banque du Canada peut être consulté dans le site Web de la Banque.*

Pour de plus amples renseignements,  
veuillez communiquer avec le :

Service d'information publique  
Département des Communications  
Banque du Canada  
234, rue Wellington  
Ottawa (Ontario) K1A 0G9

Téléphone : 613 782-8111;  
1 800 303-1282 (sans frais en Amérique du Nord)  
Courriel : [info@banqueducanada.ca](mailto:info@banqueducanada.ca)  
Site Web : [banqueducanada.ca](http://banqueducanada.ca)  
ISSN 1201-8783 (version papier)  
ISSN 1490-1242 (internet)  
© Banque du Canada 2013

<sup>1</sup> Voir la *Déclaration commune du gouvernement canadien et de la Banque du Canada concernant la reconduction de la cible de maîtrise de l'inflation* (8 novembre 2011) ainsi que le document d'information publié à ce sujet par la Banque le 9 novembre 2011; on peut consulter ces deux documents dans le site Web de l'institution.

<sup>2</sup> Lorsque les taux d'intérêt se situent à zéro, leur niveau plancher, l'assouplissement monétaire supplémentaire nécessaire à l'atteinte de la cible d'inflation peut être fourni au moyen de trois instruments de politique monétaire non traditionnels : 1) une déclaration conditionnelle au sujet de la trajectoire future du taux directeur; 2) l'assouplissement quantitatif; 3) l'assouplissement direct du crédit. Ces mécanismes et les principes qui en régissent l'utilisation sont décrits dans l'Annexe de la livraison d'avril 2009 du *Rapport sur la politique monétaire*.

Une bonne part des variations que connaît l'IPC global à court terme est attribuable aux fluctuations des prix de composantes volatiles, comme les fruits et l'essence, et aux modifications des impôts indirects. C'est pour cette raison que la Banque suit de près, outre l'IPC global, un ensemble de mesures de l'inflation « fondamentale », et en particulier un indice appelé IPCX qui exclut huit des composantes les plus volatiles de l'IPC global ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes. Ces mesures lui permettent de faire abstraction des variations temporaires des prix et de se concentrer sur la tendance sous-jacente de l'inflation. L'inflation fondamentalement sert de guide à la conduite de la politique monétaire pour faciliter l'atteinte de la cible fixée pour l'inflation mesurée par l'IPC global; elle ne se substitue pas à celle-ci.

## Le suivi de l'inflation

- Le régime canadien de ciblage de l'inflation se distingue par son caractère *symétrique* : la Banque se préoccupe en effet autant d'un taux d'inflation qui dépasse la cible de 2 % que d'un taux qui lui est inférieur.
- Ce régime est également *flexible*. En temps normal, la Banque cherche à ramener l'inflation au taux visé dans un délai de six à huit trimestres. L'horizon pour l'atteinte de la cible d'inflation pourra cependant varier, selon la nature et la persistance des chocs économiques.

## symétrique et flexible

## Le régime de ciblage de l'inflation est

l'économie et sur leurs implications pour l'inflation. La rédaction du *Rapport sur la politique monétaire* constitue un élément important de cette démarche. Les décisions de la Banque en matière de politique monétaire sont normalement annoncées à huit dates préétablies au cours de l'année et les résultats de l'actualisation de sa projection, y compris les risques qui l'entourent, font l'objet d'une analyse complète publiée quatre fois par an dans le *Rapport*.



# Rapport sur la politique monétaire

Octobre 2013

0032

BANQUE DU CANADA  
BANK OF CANADA













